BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– April 2002 –

Summary

Overview

Canada's economic outlook has improved significantly since the November *Monetary Policy Report*. At that time, the uncertainties surrounding the global economic slowdown and the possible consequences of the September terrorist attacks dominated the outlook. But economic and geopolitical uncertainties have since diminished amid evidence that a robust recovery is underway in Canada. In fact, the optimistic scenario laid out last autumn—a rapid recovery of consumer confidence leading to early, strong growth—appears to have materialized.

In light of this, the Bank began to reduce the substantial amount of monetary stimulus in the economy, raising the target for the overnight rate of interest by 25 basis points to 2.25 per cent on 16 April.

Nonetheless, important risks and uncertainties remain. Household spending could be stronger than projected because of the monetary stimulus in place. But spending could also be weaker than anticipated if a greater-than-assumed share of the recent strength in spending was, in fact, borrowed from future expenditures. There is continuing uncertainty about the timing and strength of the recovery in business fixed investment. And there is increased uncertainty about how recent political developments in the Middle East could affect crude oil prices and the global economy.

Highlights

- The outlook for the Canadian economy has improved significantly in the past several months, owing partly to the substantial amount of monetary stimulus provided during the past year.
- On 16 April, the Bank raised its target for the overnight rate of interest by 25 basis points to 2.25 per cent.
- Average annual growth for 2002 is expected to be in a range of 2 1/4 to 3 1/4 per cent, rising to between 3 and 4 per cent in 2003.
- The Bank projects that the level of production in the economy will return to full capacity in the second half of 2003. Inflation should be at the 2 per cent target by about the end of 2003. But there are risks to this projection, in both directions, from economic and political sources.
- As the economy approaches its capacity, the task for monetary policy is to gauge economic strength and the implications for future inflation. This means reducing the substantial amount of stimulus in place in a timely and measured manner.

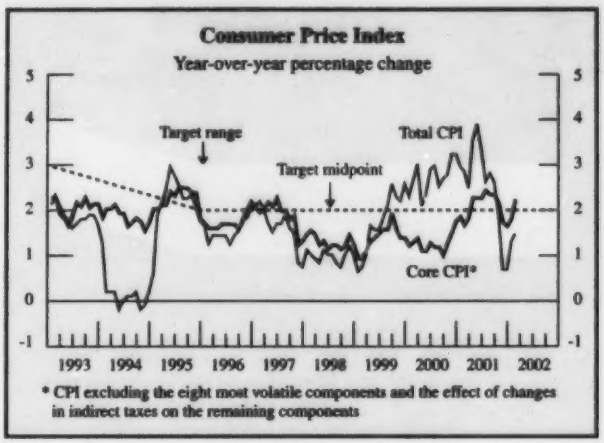
Recent Economic and Financial Developments

After contracting slightly in the third quarter of last year, the Canadian economy grew at an annualized rate of 2 per cent in the fourth quarter. Current estimates place real GDP growth in the first quarter of 2002 at an annualized rate of about 4 1/2 per cent. These figures are markedly stronger than the projections in the November *Report* and the January *Update*.

Several factors led to this outcome. The Bank eased monetary policy substantially during the year, which helped support domestic demand, particularly in the housing and automotive sectors. From January 2001 through January 2002, the Bank lowered its target for the overnight interest rate ten times, by a total of 375 basis points. The tax cuts implemented at the start of 2001, as well as spending on security after last September's terrorist attacks, also helped to boost consumer confidence. Motor vehicle dealers offered financing incentives, which stimulated consumer spending. And, with the U.S. economy recovering more quickly than expected, Canada's exports have been stronger than forecast.

With the slowdown last year, the economy moved into a position of excess supply. But with unexpectedly strong growth in the fourth quarter, the output gap is smaller than was anticipated in the November *Report*.

The Bank's conventional estimate suggests that the degree of economic slack was about 1 per cent of GDP at the end of 2001. After considering all indicators, the Bank's judgment is that the amount of slack was somewhat greater than this estimate would suggest. But with the economy expanding strongly in the first quarter of 2002, the amount of slack has begun to diminish.

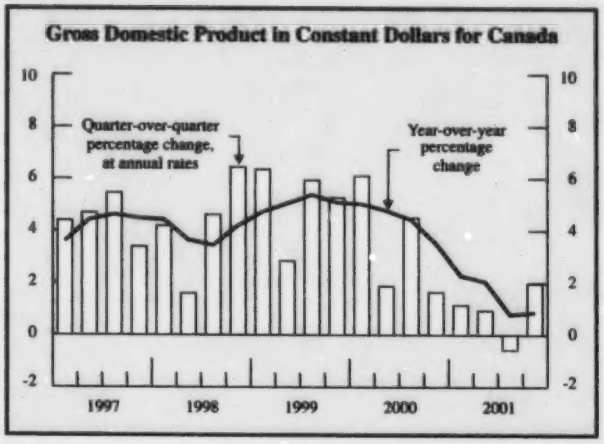


Core inflation fell below 2 per cent at the end of 2001. But at 2.2 per cent in February, it was somewhat higher than expected. Part of this surprise was the result of a change in the timing of some seasonal price increases and so should be reversed soon. The depreciation of the Canadian dollar over the past two years also had some effect on food prices. Total consumer price index (CPI) inflation moved down more sharply than core inflation at the end of last year, and remained below core inflation in early 2002, mainly because of last year's sizable decline in world oil and natural gas prices.

Prospects for Growth

With substantial monetary stimulus currently in place, household spending should continue to contribute to economic growth. Increasing exports and the reduced need for businesses to cut inventories should also act as supports, as will progressively smaller declines in business investment. Strong employment gains during the first quarter should lead to disposable income growth and underpin consumption. All told, growth in the first half of 2002 is expected to average between 3 1/2 and 4 1/2 per cent on an annualized basis.

102-04429/



The Bank expects that the economy will expand in the second half in a range of 3 to 4 per cent, above the rate of growth of potential output—estimated at about 3 per cent annually. Favourable developments thus far in the first half have raised business confidence and should lead to increased investment. Overall, the Bank projects average annual growth in 2002 of between 2 1/4 and 3 1/4 per cent, rising to between 3 and 4 per cent in 2003.

Also supporting the Canadian economy will be strengthening demand in the United States. U.S. economic growth is expected to be close to 4 per cent in the first half of this year, significantly stronger than projected in the November *Report*. Growth in the second half is projected to slow to 3 1/4 per cent. For the full year, the Bank expects average annual growth of about 2 1/2 per cent, up from the 1 per cent expected in the November *Report*. U.S. growth in 2003 is expected to be about 3 1/2 per cent.

The major European economies should see growth of close to 1 1/4 per cent on an average annual basis this year. This should reach 3 per cent in 2003 as the recovery gains momentum. Although continuing structural problems will likely cause the Japanese economy to shrink by about 1 1/2 per cent this year, growth should rebound to about 1 per cent in 2003, thanks to the U.S. recovery and easier monetary conditions. A number of emerging-market economies are also showing important signs of recovery.

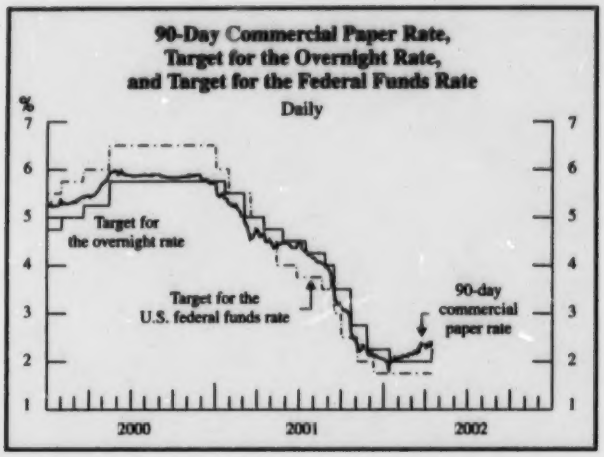
The Outlook for Inflation

Overall, the Bank expects core inflation to average just under 2 per cent in the second half of this year and the first half of 2003, before moving back to the 2 per cent target midpoint of the Bank's inflation-control range by about the end of next year.

A modest amount of excess supply in the Canadian economy will put some downward pressure on core inflation throughout 2002 and in the first half of 2003. However, the unexpectedly strong growth of the past two quarters means that the output gap is smaller than previously thought and is currently narrowing. Thus, the excess supply in the economy will likely be eliminated in the second half of 2003—earlier than previously projected.

Other factors could put some modest upward pressure on core inflation in the period ahead. The depreciation of the Canadian dollar over the past two years could raise some prices, as could the effects of higher insurance and other security costs following last September's terrorist attacks.

Swings in oil and gas prices will continue to have a major impact on total CPI inflation. Recent political developments in the Middle East have created additional uncertainty about prices over the near term. If crude oil prices continue to average between US$22 and US$26 per barrel, total CPI inflation should stay below the core rate through mid-year. The Bank is projecting that total CPI inflation, like



core inflation, will be at 2 per cent by about the end of 2003.

Conclusions

With robust growth resuming in North America, the level of production in the Canadian economy should return to full capacity in the second half of 2003, and inflation will be at the Bank's 2 per cent target by about the end of 2003.

There are risks to this outlook. Given the amount of monetary stimulus in place, growth could be even stronger than projected. But it is also possible that household spending may be weaker than expected, if more of the recent spending than assumed was borrowed from future expenditures. Uncertainty still surrounds the timing and strength of the pickup in business investment and exports, mainly because of the fragility of global business confidence. And while geopolitical risks to the world economic outlook have declined since September, recent political developments in the Middle East could continue to affect crude oil prices, with possible repercussions for the global economy.

Given this background and the risks in both directions, the task for monetary policy will be to gauge the strength of the economy as it approaches its capacity to produce, and the implications for future inflation. This means reducing, in a timely and measured manner, the substantial amount of monetary stimulus now in place. The aim is to keep inflation close to the Bank's 2 per cent target, thereby helping to sustain economic growth at full capacity over the medium term.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– avril 2002 –

Sommaire

Survol de la situation

Les perspectives de l'économie canadienne se sont sensiblement améliorées depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre dernier. À ce moment-là, elles étaient dominées par l'incertitude que soulevaient le ralentissement économique mondial et les répercussions possibles des attentats terroristes de septembre. Depuis, les craintes entourant l'évolution des conjonctures économique et géopolitique se sont atténuées, et divers signes témoignent d'une solide reprise de l'activité au Canada. En fait, le scénario optimiste que nous exposions dans le *Rapport* de novembre — à savoir un rétablissement rapide de la confiance des ménages qui donnerait lieu à une croissance robuste de l'économie dès les premiers mois de 2002 — semble s'être matérialisé.

À la lumière de cette évolution, la Banque a commencé à réduire la forte détente monétaire en place et a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base le 16 avril pour le porter à 2,25 %.

Toutefois, certains risques et certaines incertitudes de taille subsistent. Par exemple, la dépense des ménages pourrait être plus vigoureuse que prévu en raison de l'assouplissement monétaire opéré antérieurement. Mais elle pourrait aussi être inférieure aux attentes si son dynamisme récent tient encore plus qu'on ne le suppose à des dépenses anticipées. Par ailleurs, on ne sait toujours pas à quel moment s'amorcera la reprise des investissements fixes ni quelle sera son ampleur. Et il y a de plus en plus d'incertitude quant aux répercussions que pourrait avoir l'évolution récente de la situation politique au Proche-Orient sur les cours du pétrole brut et sur l'économie mondiale.

Faits saillants

- Les perspectives de l'économie canadienne se sont considérablement améliorées ces derniers mois, en partie grâce à l'important assouplissement monétaire opéré au cours de la dernière année.
- Le 16 avril, la Banque a relevé le taux cible du financement à un jour de 25 points de base, pour le porter à 2,25 %.
- Le taux de croissance pour l'année devrait se situer dans une plage de 2 1/4 à 3 1/4 % en 2002 puis augmenter pour s'établir entre 3 et 4 % en 2003.
- La Banque prévoit que l'économie tournera de nouveau à plein régime au deuxième semestre de l'an prochain et que l'inflation se chiffrera à 2 %, le taux qu'elle vise, vers la fin de 2003. Mais des risques, à la hausse comme à la baisse, liés à l'évolution économique et politique pèsent sur ces projections.
- Les autorités monétaires devront évaluer la vigueur affichée par l'économie à mesure qu'elle s'approchera des limites de sa capacité, ainsi que les conséquences sur l'inflation future. Il faudra, en temps opportun et avec mesure, réduire la forte détente monétaire en place.

L'évolution économique et financière récente

Après s'être légèrement contractée au troisième trimestre de 2001, l'activité économique au Canada a crû de 2 % en rythme annuel au trimestre suivant. Selon les estimations actuelles, le taux de croissance annualisé du PIB réel s'établirait à environ 4 1/2 % au premier trimestre de 2002. Ces chiffres sont bien supérieurs à ceux avancés dans le *Rapport* de novembre dernier et la *Mise à jour* de janvier 2002.

Plusieurs facteurs expliquent ce revirement. La Banque a considérablement assoupli les conditions monétaires durant l'année, ce qui a contribué à soutenir la demande intérieure, particulièrement au titre des logements et des véhicules automobiles. De janvier 2001 à janvier 2002, elle a réduit le taux cible du financement à un jour à dix reprises, lui retranchant au total 375 points de base. Les baisses d'impôts mises en œuvre au début de 2001 et les dépenses consacrées à l'amélioration de la sécurité au pays dans la foulée des attentats terroristes de septembre ont aussi aidé au rétablissement de la confiance des consommateurs. Les dépenses de ces derniers ont également été stimulées par les incitatifs financiers offerts par les concessionnaires de véhicules automobiles. En outre, à la faveur du redressement plus rapide que prévu de l'économie américaine, les exportations canadiennes ont été plus vigoureuses que ce qui avait été projeté.

Le ralentissement qui a frappé l'activité l'an dernier a engendré une offre excédentaire au sein de l'économie. Mais comme le rythme d'expansion a été supérieur aux attentes au quatrième trimestre, l'écart de production est moindre que ce que nous avions prévu lors de la rédaction du *Rapport* de novembre.

L'estimation établie par la Banque à l'aide de ses mesures économétriques habituelles donne à penser que la marge de capacités excédentaires représentait environ 1 % du PIB à la fin de 2001. Sur la foi de tous les indicateurs disponibles, la Banque est d'avis que cette marge était légèrement supérieure à ce que ses mesures habituelles laissent entrevoir. Étant donné la forte croissance que connaît l'économie au premier trimestre de 2002, la marge de capacités inutilisées a toutefois commencé à se rétrécir.

L'inflation mesurée par l'indice de référence est tombée sous les 2 % à la fin de 2001, mais elle est remontée à 2,2 % en février, ce qui est un peu supérieur aux projections. Cela est dû, en partie, à des hausses de prix saisonnières qui se sont produites avant l'heure et dont les effets devraient bientôt s'inverser. La dépréciation qu'a subie le dollar canadien au cours des deux dernières années a aussi eu une incidence sur les prix des aliments. Le taux d'accroissement de l'indice des prix à la consommation (IPC) global a fléchi davantage que celui de l'indice de référence à la fin de 2001 et est demeuré inférieur à ce dernier durant les premiers mois de 2002, en raison surtout du recul important enregistré l'an dernier par les cours mondiaux du pétrole et du gaz naturel.

Les perspectives de croissance

À la faveur des conditions monétaires fortement expansionnistes en place, la dépense des ménages devrait continuer d'alimenter la croissance économique. La relance des exportations, le fait que les entreprises sentent moins le besoin de réduire leurs stocks, de même que le ralentissement du rythme auquel elles contractent leurs investissements, devraient également contribuer à soute-

nir l'activité. Les solides gains enregistrés par l'emploi au premier trimestre devraient favoriser l'augmentation du revenu disponible et des dépenses de consommation. En somme, nous nous attendons à ce que l'expansion économique se situe en moyenne entre 3 1/2 et 4 1/2 %, en taux annualisé, au premier semestre de 2002.

Au second semestre, le rythme de la croissance s'établira, selon nos prévisions, dans une plage de 3 à 4 % et dépassera celui de la production potentielle, évalué à environ 3 % annuellement. La tournure favorable des événements depuis le début de l'année a stimulé la confiance des entreprises et devrait donner lieu à un accroissement des investissements de ces dernières. La Banque s'attend ainsi à ce que le taux de croissance pour l'année se situe entre 2 1/4 et 3 1/4 % en 2002 et à ce qu'il atteigne 3 à 4 % en 2003.

L'expansion de l'économie canadienne sera aussi soutenue par le renforcement de la demande aux États-Unis. Nous prévoyons que la progression de l'activité dans ce pays sera de près de 4 % au premier semestre de 2002, un taux nettement supérieur à ce qui avait été avancé dans la dernière livraison du *Rapport*, puis qu'elle ralentira pour se chiffrer à 3 1/4 % au second semestre. La Banque estime que le rythme de croissance aux États-Unis s'établira à environ 2 1/2 %, en moyenne annuelle, sur l'ensemble de 2002, plutôt qu'à 1 % comme il avait été projeté en novembre. Pour 2003, nous nous attendons à ce que ce rythme atteigne quelque 3 1/2 %.

Les grandes économies européennes devraient croître de près de 1 1/4 % en moyenne en 2002, taux qui grimpera à 3 % en 2003, à mesure que la reprise s'intensifiera. Au Japon, la persistance de lacunes structurelles risque d'entraîner un nouveau recul d'environ 1 1/2 % cette année. Cependant, l'activité dans ce pays pourrait enregistrer une progression de quelque 1 % en 2003, à la faveur du redressement de l'économie américaine et de la détente des conditions monétaires. De nombreuses économies de marché émergentes donnent aussi de nets signes de reprise.

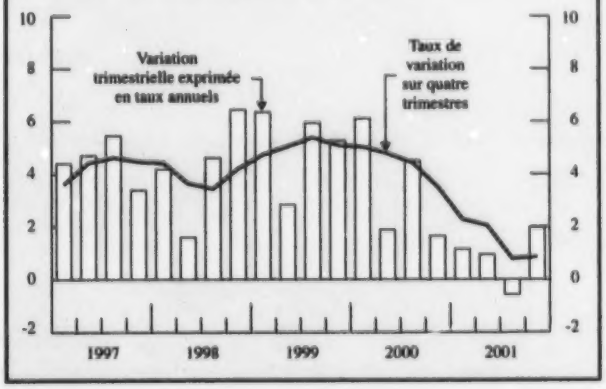
Les perspectives en matière d'inflation

De façon générale, la Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situera en moyenne légèrement en deçà de 2 % au second semestre de 2002 et au premier semestre de 2003, puis qu'elle remontera à 2 %, le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation que vise la Banque, vers la fin de 2003.

L'économie canadienne demeurera en situation d'offre légèrement excédentaire tout au long de 2002 et durant le premier semestre de 2003, ce qui aura pour effet d'exercer certaines pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Toutefois, comme la croissance affichée ces deux derniers trimestres a été plus vigoureuse que prévu, l'écart de production est inférieur à ce que nous avions escompté, et il est en train de se rétrécir. Par conséquent, l'offre excédentaire devrait disparaître totalement au second semestre de 2003, plus tôt donc que nous ne l'avions projeté antérieurement.

D'autres facteurs pourraient exercer de modestes pressions à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours des mois à venir. La baisse qu'a accusée le dollar canadien pendant les deux dernières années pourrait faire monter certains prix, tout comme l'augmentation des primes d'assurance

Produit intérieur brut du Canada en dollars constants



et d'autres coûts liés à la sécurité, attribuable aux attentats terroristes de septembre dernier.

Les fluctuations des cours du pétrole et du gaz naturel continueront d'avoir une incidence considérable sur l'inflation mesurée par l'IPC global. Dernièrement, l'évolution de la situation politique au Proche-Orient a ajouté à l'incertitude entourant la trajectoire des prix à court terme. Si les cours du pétrole brut se maintiennent en moyenne entre 22 et 26 dollars É.-U. le baril, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait rester inférieur à celui de l'indice de référence jusqu'au milieu de l'année. La Banque prévoit qu'il s'établira, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, à 2 % vers la fin de 2003.

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux

Conclusions

Compte tenu du redémarrage de la croissance en Amérique du Nord, l'économie devrait de nouveau tourner à plein régime au second semestre de l'an prochain, et l'inflation, se chiffrer à 2 %, le taux visé par la Banque, vers la fin de 2003.

Certains risques pèsent sur ces perspectives. Le fort assouplissement monétaire opéré pourrait pousser la croissance de l'activité au-delà de ce que nous escomptons. Par contre, la progression de la dépense des ménages pourrait ne pas être aussi vigoureuse que prévu, si le dynamisme observé récemment à ce chapitre s'avère tenir encore plus que nous ne le supposons à des dépenses anticipées. Il subsiste de l'incertitude quant au moment et à l'ampleur de la reprise des investissements des entreprises et des exportations, en raison principalement de la fragilité de la confiance des entreprises à l'échelle internationale. De plus, bien que les risques d'ordre géopolitique entachant les perspectives économiques mondiales se soient atténués depuis septembre dernier, l'évolution de la conjoncture politique au Proche-Orient pourrait continuer de se répercuter sur les cours du pétrole brut, ce qui pourrait avoir des conséquences sur l'économie mondiale.

Dans ces circonstances, et à la lumière des risques à la hausse et à la baisse pesant sur les perspectives, les autorités monétaires devront évaluer la vigueur affichée par l'économie à mesure qu'elle s'approchera des limites de sa capacité de production, de même que les conséquences sur l'inflation future. Il faudra, en temps opportun et avec mesure, réduire la forte détente monétaire en place afin de maintenir l'inflation aux alentours du taux visé de 2 % et de contribuer ainsi à soutenir la croissance de l'activité et la pleine utilisation des capacités à moyen terme.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– April 2002 –

This 1995 $200 gold coin, designed by artist John Mantha, celebrates the Canadian tradition of producing maple syrup. Canada's First Peoples taught the early colonists how to gather the sap from the sugar maple and boil it down to produce syrup and sugar. Sugaring off soon became a Canadian rite of spring, and the traditional family-operated sugar bush is still an important part of this unique agricultural industry.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

4911
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2002 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.

Over the past decade, Canada has made major economic strides. We now have a solid anchor for monetary policy, and inflation expectations are well grounded. . . . The inflation target and a floating exchange rate work well together—indeed, they reinforce each other. This approach has worked extraordinarily well for us. . . . And we expect that it will continue to provide the foundation for a prosperous future.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
20 February 2002

Contents

1. Introduction 5

2. Recent Developments in Inflation 6

Inflation and the target range 6
Factors at work on inflation 8

3. Financial Developments 14

Policy actions 14
Exchange rate and monetary conditions 17
Other financial developments 18

4. The Outlook for Inflation 20

International background 20
Aggregate demand and supply in Canada 22
Measures of inflation expectations 23
Other factors affecting inflation 24
Implications of money growth for inflation 24
Inflation projection 26

5. Conclusions 27

Bibliography 28

Technical Boxes

1. The Current Economic Cycle in Canada 11
2. Long-Term Interest Rate Volatility and Inflation Expectations 16
3. The Current Economic Cycle in the United States 21

Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The target

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001. In this last case, the extension was to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of the range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

1. INTRODUCTION

At the time of last November's *Monetary Policy Report*, two issues dominated the analysis: the global economic slowdown and the fallout from the September terrorist attacks. The Bank's January 2002 *Update* described geopolitical developments as having evolved positively and consumer confidence as having improved. The most likely outlook projected for the Canadian economy in the *Update* was modest growth in the first half of the year, followed by a significant pickup in the pace of activity as the year progressed. The downside risk of sluggish growth persisting throughout 2002 was countered on the upside by the possibility of robust growth early in the year if confidence levels were restored quickly.

Recent information indicates that the recovery in the Canadian economy began sooner and has been considerably stronger than anticipated in January. With confidence returning quickly, stimulus from both monetary and fiscal policy has led to strong growth in consumption expenditures and new residential construction. Canadian exports have also been stronger than anticipated, as a result of greater-than-expected growth in the United States. The growth in final sales in the fourth quarter of last year was met largely out of inventories, a situation that is underpinning production in early 2002.

With stronger aggregate demand growth in the fourth quarter of last year and in the first quarter of 2002, levels of activity are higher than anticipated, implying that the economy is operating with less excess supply than was previously expected. Core inflation in early 2002 is also somewhat above our earlier projections.

While a strong economic recovery appears underway, there are still uncertainties in the outlook, most notably how quickly and strongly business fixed investment will rebound, and how political developments in the Middle East may affect crude oil prices and the global economy.

The challenge for monetary policy over the remainder of this year and through 2003 is to help the economy move back to, and then sustain, levels of production at capacity by taking actions aimed at achieving the Bank's 2 per cent target for inflation control. This means reducing, in a timely and measured manner, the substantial amount of monetary stimulus now in place.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 16 April 2002.

2. Recent Developments in Inflation

Since last autumn, core CPI inflation has, on average, been close to the 2 per cent target midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent inflation-control range. The rate of increase in the total CPI has fallen sharply to below 2 per cent, reflecting the marked declines in world energy prices over the past year.

Inflation and the target range

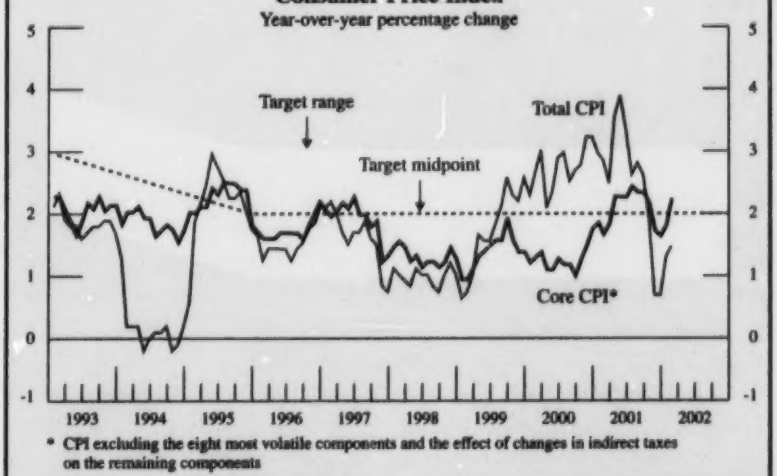
Since last autumn, core inflation has, on average, been close to the 2 per cent midpoint of the Bank's target range . . .

Core inflation, which had hovered around 2.3 per cent from the spring to the autumn of 2001, decreased to around 1.7 per cent, on average, over the November-January period, before rising back to 2.2 per cent in February (Chart 1).[1] Other measures of the trend rate of inflation were lower than or equal to the core rate (Chart 2).

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

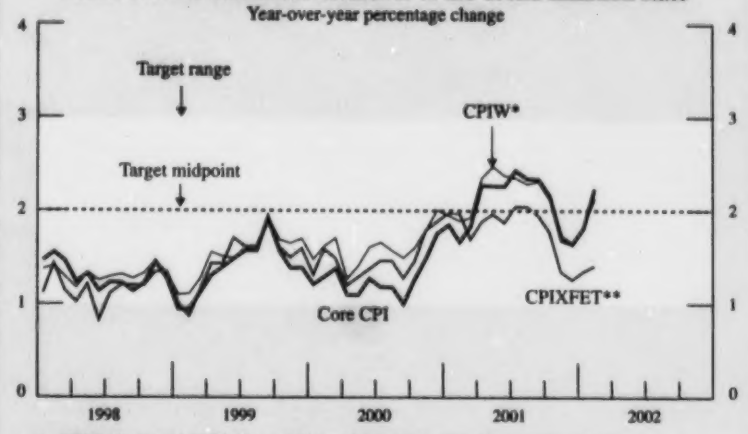
The February level of core inflation, at 2.2 per cent, was somewhat higher than expected. Part of this surprise reflected a change in the timing of certain seasonal price increases (for such items as

1. The core measure of CPI inflation that the Bank has been using since May 2001 excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 2

Core CPI and Statistical Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

clothing and footwear and certain travel-related services) and is therefore expected to reverse soon.[2] Another factor was the effect on food prices of the depreciation of the Canadian dollar over the past two years. With the economy still estimated to be in a position of modest excess supply, core inflation is expected to decline in coming months to just below 2 per cent.

. . . while the rate of increase in the total CPI has fallen sharply.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 1.5 per cent in February, down markedly from 2.6 per cent in September. This drop stemmed mainly from the sizable decline in the prices of oil and natural gas from the high levels of a year ago.

The prices of non-energy commodities, after declining markedly in the second half of 2001 because of weaker global demand, have begun to pick up (Chart 3). Buoyant demand contributed to substantial gains in lumber and cattle prices,[3] while production cutbacks and indications of recovering world demand have led to improved prices for base metals.

---

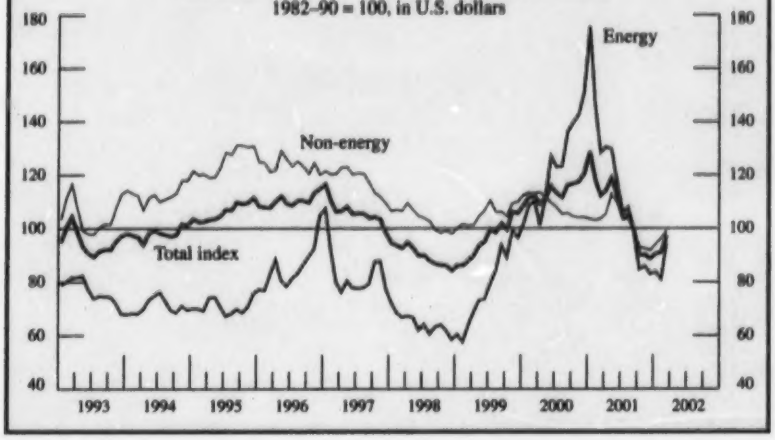
2. An additional, though expected, factor behind the temporary rise in the core rate in February was the unusually low electricity prices of a year ago. These were the result of a temporary provincial government credit program for customers in British Columbia, which had a downward impact on electricity prices in February and March of 2001.

3. Also contributing to upward pressure on lumber prices were production cutbacks resulting from the imposition of duties on exports of softwood lumber to the United States.

Chart 3

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100, in U.S. dollars



Factors at work on inflation

Aggregate demand

An economic recovery is underway in both the United States and Canada.

During the last quarter of 2001 and the first quarter of 2002, Canada's economy expanded at a considerably brisker pace than was projected in the November *Report*. As a result, the Bank's current estimate of the output gap in the first quarter of 2002 is smaller than had been anticipated.

Following a contraction in the third quarter, U.S. economic activity picked up in the final quarter of 2001 (Chart 4). Towards year-end, U.S. household spending strengthened significantly in response to low interest rates, strong financial incentives on motor vehicle purchases, and a recovery in consumer confidence. At the same time, government spending grew robustly, supported by an acceleration in the pace of military spending. These developments were partly offset by a further decline in business investment and by firms continuing to liquidate inventories rapidly.

Household spending in Canada has strengthened considerably since last autumn . . .

Canada's real GDP, after falling slightly in the third quarter, grew at a 2 per cent annualized rate in the fourth quarter of 2001—in marked contrast to the projection of no change at the time of the last *Report* and in the January 2002 *Update* (Chart 5). The substantial amount of monetary stimulus that has been provided and recent government measures to improve national security have contributed to a restoration of consumer confidence and a strong increase in household spending on goods and services

Chart 4

Real Gross Domestic Product for the United States

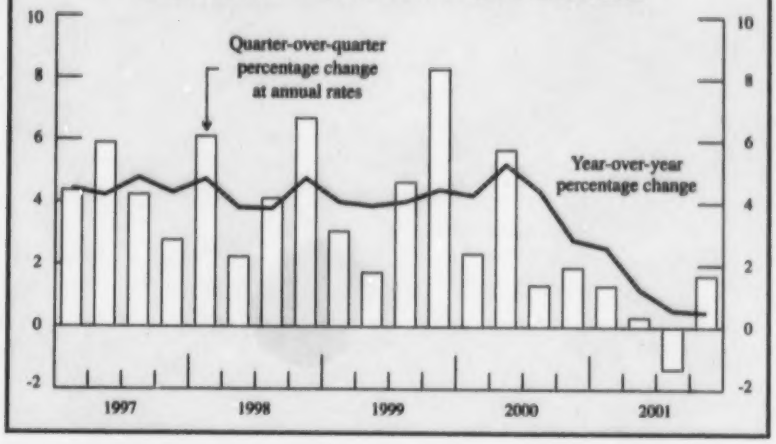
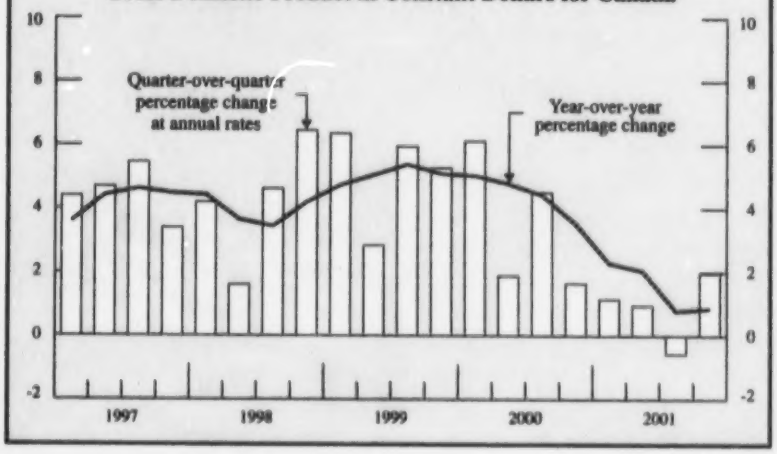


Chart 5

Gross Domestic Product in Constant Dollars for Canada



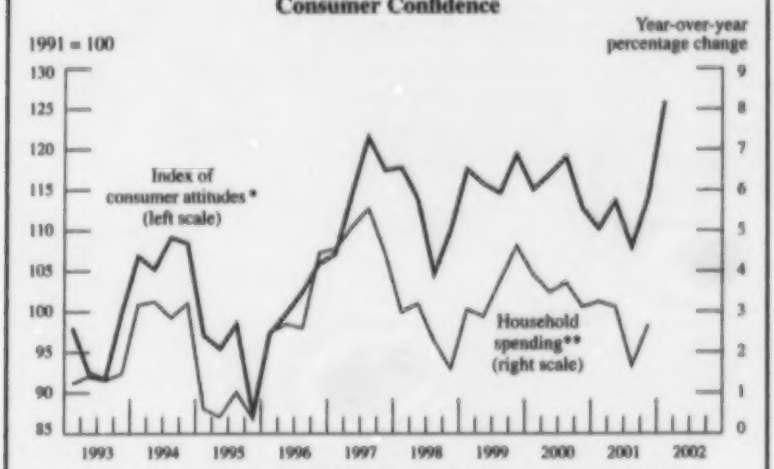
and on new housing since last September's tragic events (Chart 6). Marked gains in real incomes, partly reflecting earlier tax cuts, as well as special financing incentives for motor vehicle purchases, have also boosted household spending.

. . . with the recent inventory correction and renewed export growth pointing to continued economic expansion.

Moreover, the significant inventory correction in the fourth quarter and the recent resumption of growth in export volumes as a result of renewed economic expansion in the United States point to a recovery that is well underway (Technical Box 1). Together with strong employment gains in the first quarter of 2002, this suggests that Canadian real GDP growth in the first quarter will be

Chart 6

Consumer Confidence



* Source: Conference Board of Canada, *Index of Consumer Attitudes* (last data point 2002Q1)
** Expenditures in constant dollars on consumer goods and services plus housing

about 4 1/2 per cent, much stronger than anticipated at the time of the January *Update*.

Estimated pressures on capacity

The Canadian economy was in a position of excess supply going into 2002 . . .

Most indicators confirm that the Canadian economy moved into a position of excess supply during 2001. The marked slowdown in real GDP growth last year was reflected in a rise in the unemployment rate as well as in a substantial drop in the length of the work week. Statistics Canada's measured rate of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector in the fourth quarter of 2001 was well below normal levels. This lack of pressure on capacity, including pressure from labour shortages, was also confirmed by the Bank's most recent survey of firms.

The Bank's current estimate of its conventional measures of potential output and the output gap suggests that the amount of economic slack increased in the fourth quarter of 2001 to about 1 per cent of potential output.[4] It is the Bank's judgment, after considering all the indicators, that the economy was in a position of somewhat greater excess supply than the conventional estimate would suggest.

4. Such estimates are subject to a wide range of uncertainty, as shown by the confidence intervals in Chart 7.

Technical Box 1

The Current Economic Cycle in Canada

Cuts in business spending on fixed capital and inventories were a significant factor in Canada's recent economic slowdown. Expected changes in these spending categories should contribute importantly to the renewed growth in the economy over the near term.

In the rapid expansion that followed the Asian crisis and preceded the recent slowdown, final demand from both domestic and external sources grew strongly. This demand was met by substantial increases in both domestic production and imports. Firms invested heavily in fixed capital at that time, but allowed inventories to fall in relation to sales.

The slowing in economic growth in Canada since the third quarter of 2000 stemmed, to a considerable extent, from the marked easing in demand growth in the U.S. economy, reflecting the close trade linkages between the two countries. The resulting increase in excess capacity and in inventory levels in relation to sales subsequently led firms to cut investment in both inventories and fixed capital—particularly machinery and equipment. Not only was the pace of expansion of Canada's production scaled back over this period, but Canada's demand for foreign products was also curtailed sharply.

These cuts in business spending, while a substantial drag on Canada's economic growth towards the end of 2001, helped to set the stage for a robust pace of expansion. With the recent recovery in U.S. demand for Canadian products and strong growth in household spending in Canada, inventory imbalances are being rapidly corrected. Firms are thus expected to reduce their stocks at a slower pace in the first half of 2002, and this in itself will constitute a significant stimulus to the growth of production over the near term. Reductions in business investment are also likely to be smaller in the first half of 2002, partly reflecting expectations that the amount of excess capacity is beginning to decrease. Cutbacks in capital spending should therefore exert a smaller drag on Canada's economic growth during this period than in the last quarter of 2001.

Contribution to Real GDP Growth in Canada
(Percentage points)

Contributing factor[a]:	Average 1998Q3–2000Q3	Average 2000Q4–2001Q3	2001Q4	Average 2000Q4–2001Q4	2002Q1 (estimate)
Consumption	2.0	0.8	2.4	1.2	2.3
Housing	0.2	0.2	0.9	0.3	1.0
Business fixed investment	0.9	0.2	-3.3	-0.5	-1.2
Government	0.6	0.6	0.7	0.6	1.0
Exports	3.7	-2.4	-0.8	-2.2	3.3
Imports	-2.7	2.7	6.0	3.4	-2.5
Inventory investment	0.2	-1.3	-3.8	-1.8	0.6
Real GDP growth %	4.9	0.8	2.0	1.0	4.5

a. The numbers in the table reflect the percentage-point contribution of the item indicated in the row to the growth rate of real GDP for the period indicated in the column heading. The sum down the columns should equal the growth rate shown at the bottom, subject to a rounding error. Note that an increase in imports constitutes a negative contribution to aggregate growth.

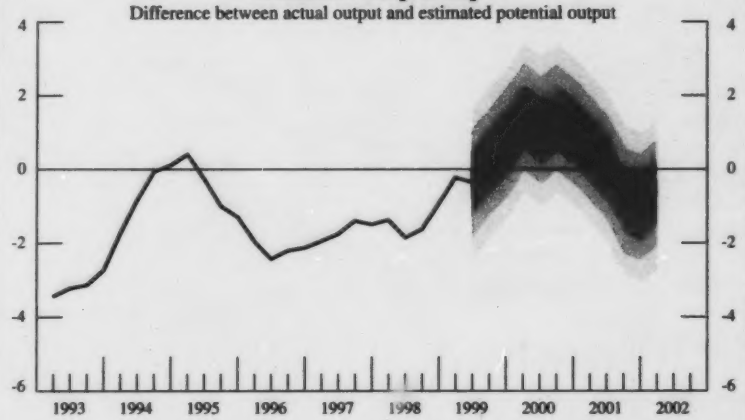
. . . but the amount of slack has begun to diminish.

In the first quarter of 2002, with economic growth now estimated to be above the economy's potential growth rate, the amount of slack diminished somewhat (Chart 7). This contrasts with earlier projections of a further increase in excess supply in the first half of 2002.

Chart 7

Estimated Output Gap*

Difference between actual output and estimated potential output



* The shading around the values of the estimated output gap shows (from darkest to lightest) confidence intervals of 25 per cent, 50 per cent, 75 per cent, and 95 per cent.

Note: The estimate for the first quarter of 2002 is based on a projected rise in output of 4.5 per cent (at annual rates) for the quarter.

Cost control

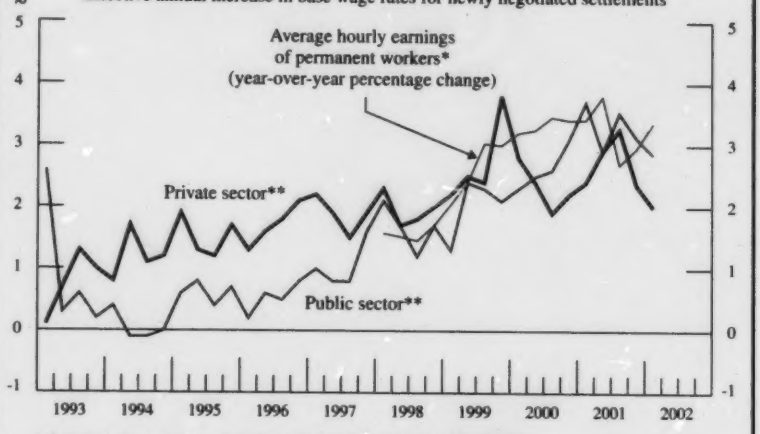
The rise in both labour productivity and unit labour costs was 2 per cent at year-end.

The underlying rate of increase in average labour compensation has been in the 3.5 to 4 per cent range recently, based on both the average hourly earnings of permanent workers and labour compensation per person-hour in the business sector (Charts 8 and 9). On a year-over-year basis, labour-productivity growth in the business sector increased to 2 per cent in the final quarter of 2001, as hours worked adjusted markedly to the slowdown in economic growth. As a result, the year-over-year increase in unit labour costs in the business sector was 2 per cent at the end of 2001 (Chart 9). Year-over-year growth in labour productivity is expected to remain near 2 per cent in the first quarter of 2002.

Chart 8

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



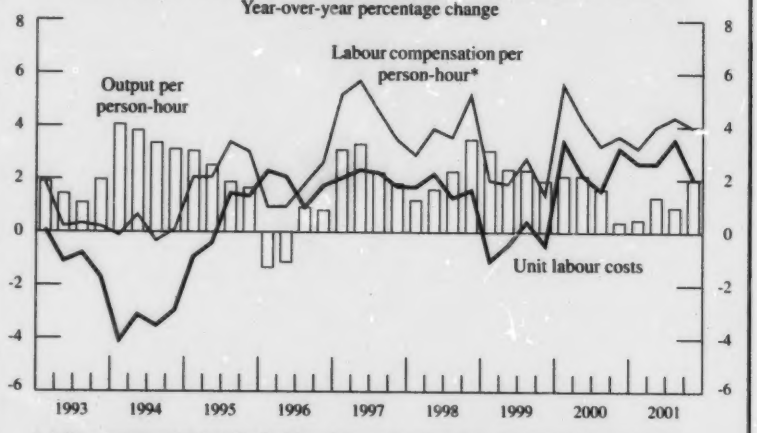
* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted = March 2002

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = February 2002

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

3. Financial Developments

Policy actions

Developments in the target for the overnight rate since the November *Report*:

27 November—down 50 basis points to 2.25 per cent

15 January—down 25 basis points to 2.00 per cent

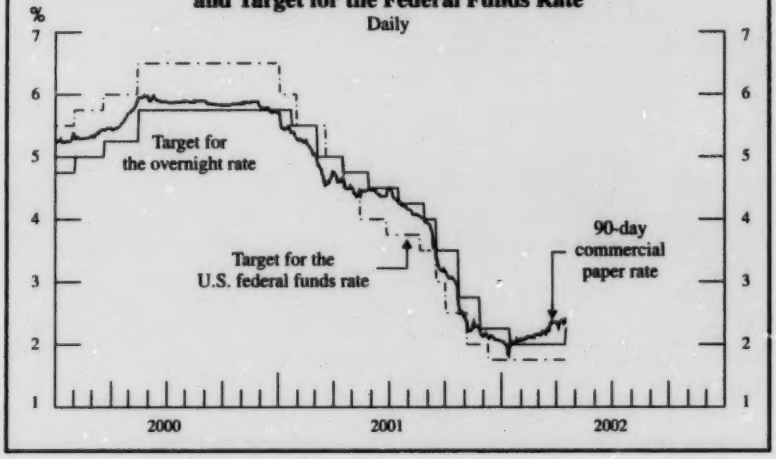
5 March—no change

16 April—up 25 basis points to 2.25 per cent

The Bank of Canada reduced the target for the overnight rate by 50 basis points on 27 November 2001 and by 25 basis points on 15 January 2002, bringing the cumulative reduction since January 2001 to 375 basis points (Chart 10). These policy actions came in response to weak current and expected domestic activity and the consequent downward pressures on future inflation.

Chart 10

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate



Financial markets have broadly anticipated recent central bank policy decisions.

On 5 March, the Bank held the target for the overnight rate at 2.0 per cent, a decision consistent with the release of data indicating that economic conditions in Canada were improving.

On 16 April, the Bank raised the target to 2.25 per cent, modestly reducing the amount of monetary stimulus in the economy, in the light of information that a robust recovery appears to be underway.

These policy decisions had been broadly anticipated by financial markets.

In the United States, the Federal Reserve lowered its target for the federal funds rate by 50 basis points on 6 November 2001 and

by 25 basis points on 11 December 2001, bringing the total reduction since January 2001 to 475 basis points. On 30 January 2002 and 19 March, the Federal Reserve decided to leave the target rate unchanged at 1.75 per cent. At its 19 March meeting, the Fed also altered its assessment of the risks to the outlook, stating that they were now balanced with respect to the prospects of price stability and sustainable economic growth.

Financial markets are now pricing in a rise in short-term interest rates.

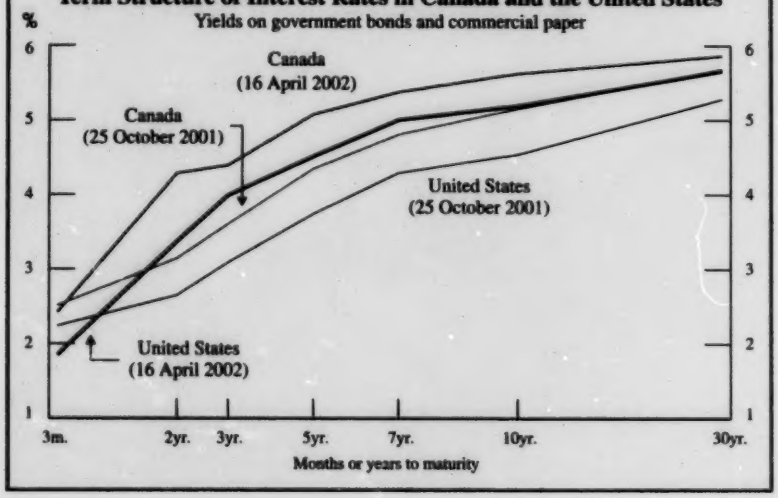
Yield curves in Canada and the United States have shifted upwards compared with last October (Chart 11). With economic activity firming, current levels of futures contracts indicate that financial market participants expect the Federal Reserve and the Bank to raise their respective target rates in coming months. Since the long-term rate reflects the average of expected future short-term rates, the current slope of the yield curve, with the short-term rate well below the long-term rate, also incorporates an expectation of rising short-term rates. Shifts in the slope of the yield curve since 1999 have largely reflected the upward and downward movements in short-term rates, since long-term rates have been much more stable than in the past, largely owing to well-anchored inflation expectations (Technical Box 2).

Long-term rates have been relatively stable because of well-anchored inflation expectations.

Chart 11

Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and commercial paper



Technical Box 2

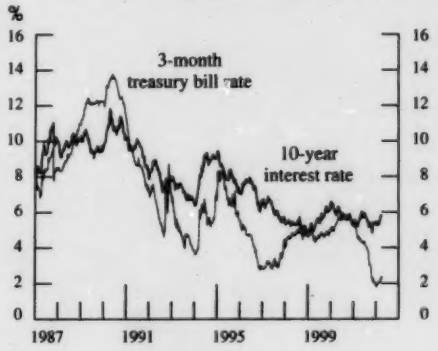
Long-Term Interest Rate Volatility and Inflation Expectations

In recent years, the interest rate on long-term government bonds in Canada has shown relatively little sensitivity to variations in short-term interest rates. Despite substantial changes to the target for the overnight rate since the middle of 1997, long-term interest rates have been relatively steady, in a range of about 2 percentage points. This is a sharp contrast to the situation that prevailed in the early 1990s, when short- and long-term rates were more closely linked.

The decline in the volatility of long-term rates is partly attributable to the stability of long-term inflation expectations.[1] A comparison of expectations of long-term inflation in recent years with those of the first half of the 1990s reveals that they are now far more stable. Expectations regarding long-term inflation gradually adjusted to the inflation-targeting regime adopted in February 1991, and they are now solidly anchored at the 2 per cent target. This partly reflects the credibility of the Bank of Canada's commitment to ensuring that inflation is low, stable, and predictable.

From a macroeconomic perspective, the declining volatility in long-term interest rates in Canada has many benefits.[2] It reduces uncertainty, simplifies long-term financial planning, and facilitates investment by households and businesses.

Short- and Long-Term Interest Rates



Long-Term Interest Rate and Inflation Expectations

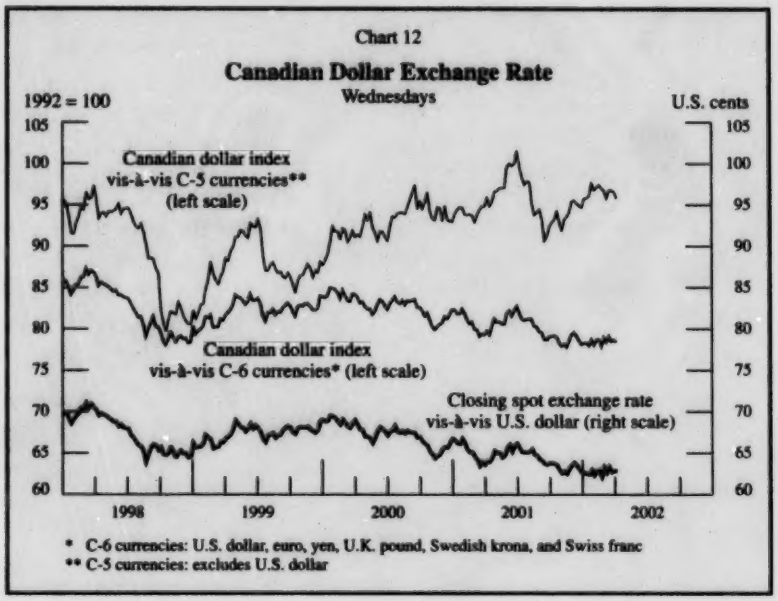
* Source: Consensus Economics Inc.

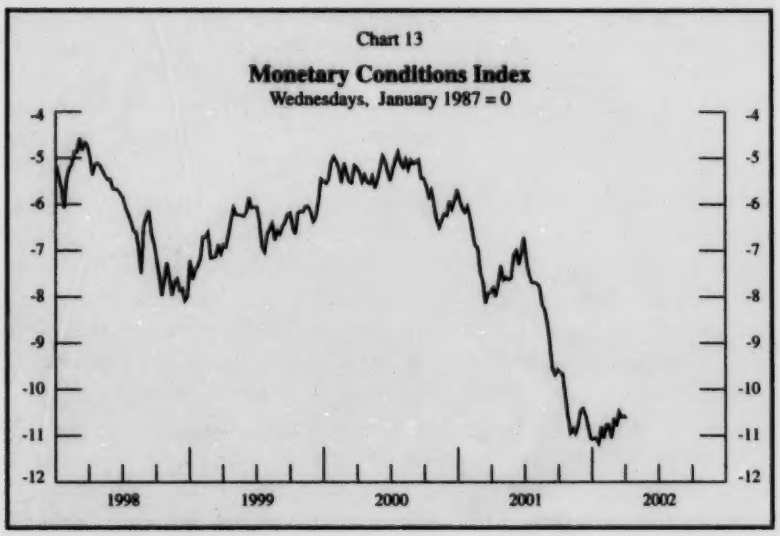
1. Canada's improved fiscal situation has also contributed to stability in long-term interest rates.
2. This issue is examined in Stuber (2001).

Exchange rate and monetary conditions

On a trade-weighted basis, the Canadian dollar is broadly unchanged since last November. Through late December and January, the Canadian dollar depreciated against the U.S. dollar, and it has been relatively stable since then. It has appreciated against other currencies over the period (Chart 12).

Since November 2001, the Bank's monetary conditions index has fluctuated in a range between -11.38 and -10.30. The index is currently at a level similar to that of last November (Chart 13).





Other financial developments

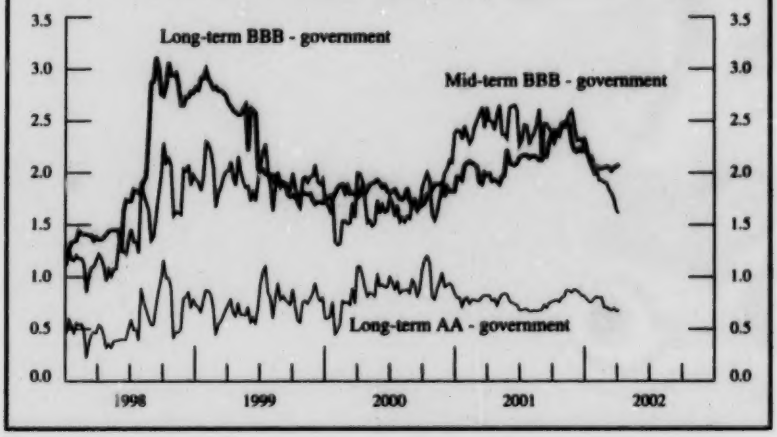
Other financial developments are consistent with signs of economic recovery.

Overall, business-credit conditions have improved since last autumn.

Overall, business-credit conditions have become more favourable since last autumn despite some adverse financial developments, including high-profile corporate bankruptcies in North America. In the bond market, this improvement has been reflected in a decline in the spreads between interest rates on corporate bonds and those on government bonds from their peaks in November (Chart 14). Conditions in Canadian markets for commercial paper remain relatively stable, while banks have become somewhat more cautious since last November in their lending practices with riskier borrowers.

Chart 14

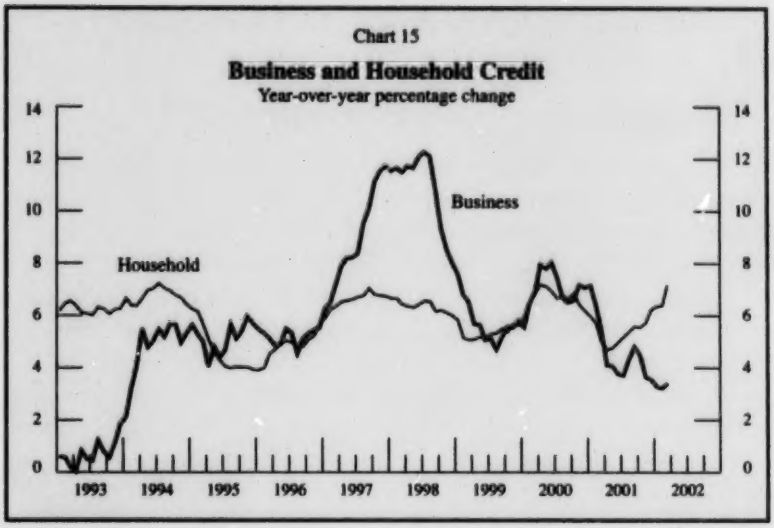
Yield on Corporate Bonds Minus Yield on Government Bonds



The Toronto Stock Exchange, which posted a sizable decline after 11 September, is now about 20 per cent higher than the trough recorded last September. These gains reflect less uncertainty and brighter expectations for the economy among investors.

Business credit growth has been slow . . .

Growth of business credit has slowed further since the last *Report* (Chart 15), with short-term business credit, especially bank loans, down over the period. Bonds and, to a lesser extent, equities have been the main sources of new business financing. Slow growth in business borrowing is consistent with reduced financing needs for inventory and other business investment, as well as with firms paying down their short-term debts. It is also consistent with tighter conditions on bank lending, as would be expected at this point in the business cycle.



In contrast, growth in household credit has been robust and higher than growth in personal disposable income. This reflects the strength in household spending, most notably on housing and consumer durables. As a result, continued borrowing has led to a further rise in the ratio of household debt to personal income, although at a slower pace than in the past. Furthermore, this rise has been largely matched by increases in assets, and with the current low level of interest rates, the share of personal income allotted to debt service is well below historical averages.

. . . while growth in household sector credit has been relatively robust.

4. The Outlook for Inflation

International background

The U.S. economy has rebounded faster than had been expected last autumn.

In the United States, economic conditions are improving at a significantly faster pace than was expected in the November *Report*. Several developments suggest that a recovery is underway. Spending on information technology has stabilized after about a year of decline, and production is recovering, aided by the near completion of the inventory correction. Overall, consumption spending and housing investment have been robust, supported by significant amounts of fiscal and monetary stimulus (Technical Box 3).

U.S. real GDP growth in the first half of this year is thus expected to average about 4 per cent, which is significantly stronger than projected in the November *Report*. Given the strength in consumption, housing, and inventory investment early in the year, GDP growth in the second half of 2002 is likely to slow to about 3 1/4 per cent.

On an annual average basis in 2002, U.S. economic growth would thus be about 2 1/2 per cent, compared with the projection of 1 per cent in the November *Report*. In 2003, economic growth is expected to average about 3 1/2 per cent.

Prospects for economic expansion have also strengthened in other industrialized countries.

Prospects for economic expansion have also strengthened in other industrialized countries. In Europe, production indicators point to a turnaround in economic activity, supported by the earlier easing in monetary conditions and the strengthening U.S. economy. Growth in the major European economies is expected to be close to 1 1/4 per cent on an average annual basis in 2002, and to rise to about 3 per cent in 2003, as activity gathers momentum. In Japan, ongoing structural difficulties could lead to a further economic contraction in 2002 of about 1 1/2 per cent. However, economic activity in Japan could pick up modestly by about 1 per cent in 2003, aided by the U.S. recovery and easier monetary conditions.

Growth prospects for emerging-market economies should improve as global demand picks up. Indeed, a recovery appears to have already started in the Southeast Asian countries. In addition, the impact of the Argentine default on other emerging-market economies has been limited.

Prices for non-energy commodities are projected to increase further.

The projected recovery in world economic growth should contribute to substantial increases in the U.S.-dollar price of non-energy commodities through the next two years. This strengthening demand is expected to underpin the prices of crude oil and

Technical Box 3

The Current Economic Cycle in the United States

By the standards of the past 25 years, the most recent recession in the United States was quite mild. The slowdown was so moderate that there has been some debate among economists as to whether it qualifies as a recession.[1]

The U.S. recession in 2001 bore some similarities to past recessions, but there were also marked differences. Rapid growth in the late 1990s and 2000 and a testing of capacity limits led the Federal Reserve to increase interest rates to counter potential inflationary pressures and put the economy on a more sustainable growth path. In addition, rising oil prices were a drag on economic activity. These factors, in conjunction with the bursting of the information technology bubble and lower equity prices, led to a sharp reduction in investment and a substantial inventory correction. While the retrenchment of investment and inventories in this recession was typical of past experience, the driving factors were somewhat different.

The latest U.S. recession was the mildest on record. One important reason for this was the Federal Reserve's response in an environment of relatively low and stable inflation. In the past, when inflation was high, the Fed generally waited for clear signs that inflation pressures were abating before lowering interest rates. This time, the Fed began lowering its policy rate as signs of the slowdown emerged, and reduced its target rate more rapidly than usual throughout its duration. With inflation expectations well anchored, bond markets priced in a slowdown well before the Federal Reserve began lowering its policy rate.

The decline in long-term interest rates led to a significant decrease in mortgage rates. Home sales remained strong through 2001, and house prices continued to rise. This allowed households to refinance and increase their mortgages at lower rates. The strength of housing prices also mitigated the impact of the sharp fall in equity prices on household wealth.

Households relied on lower mortgage payments and home-equity loans to maintain their consumption expenditures. A further boost to consumption came from fiscal stimulus and from aggressive sales incentives in the auto sector. These developments contributed to remarkably resilient household consumption—consumer spending actually rose throughout this recession, in sharp contrast to previous recessions.

Owing to the strength of consumption, real output declined only marginally despite the rapid and pronounced reduction in investment and the sharp inventory correction. Hours worked, on the other hand, declined in line with historical experience. As a result, productivity increased throughout the recession, although at a slower pace than in the late 1990s. This is perhaps the most striking aspect of this recession, since productivity growth fell sharply in past recessions.

1. The National Bureau of Economic Research (NBER), which is the arbiter of business cycles in the United States, declared that a recession began in March 2001. The NBER defines a recession as "a significant decline in activity spread across the economy, lasting more than a few months, visible in industrial production, employment, real income, and wholesale-retail sales."

natural gas over the remainder of this year. Additional uncertainty about the path of energy prices over the near term has resulted from recent political developments in the Middle East.

Aggregate demand and supply in Canada

The Canadian economy is likely to record solid growth this year and in 2003.

In Canada, economic growth in the first half of 2002 is expected to average between 3 1/2 and 4 1/2 per cent on an annualized basis, markedly higher than was projected in the last *Report* and the last *Update*. Growth in household expenditures, especially on housing and related durable goods such as furniture and appliances, will continue to contribute to economic expansion. Exports are expected to recover substantially in light of the anticipated growth of the U.S. economy. A slowing in the pace of inventory liquidation should also support real GDP growth over this period (Technical Box 1). Reductions in business investment in the first half are also likely to be smaller than in the last quarter of 2001, given that the amount of excess capacity is projected to decrease.

With further strong expansion of the U.S. economy projected for the second half of 2002 and through 2003, robust growth in the demand for Canadian exports should continue. As well, the combination of the earlier easing in domestic monetary conditions and past initiatives to cut taxes and enhance national security should continue to support household spending. These developments have contributed to a recovery in business confidence and should prompt a pickup in business investment. Capital expenditures in the oil and gas sector should also start to recover, owing to the recent pickup in the prices of oil and natural gas.

Real GDP in the second half of 2002 is projected to grow between 3 and 4 per cent, above the economy's growth potential of about 3 per cent. This would produce annual average growth for 2002 of 2 1/4 to 3 1/4 per cent, almost 2 percentage points higher than projected in January. For 2003, growth on an annual average basis is expected to be between 3 and 4 per cent.

Excess supply is expected to be eliminated in the second half of 2003.

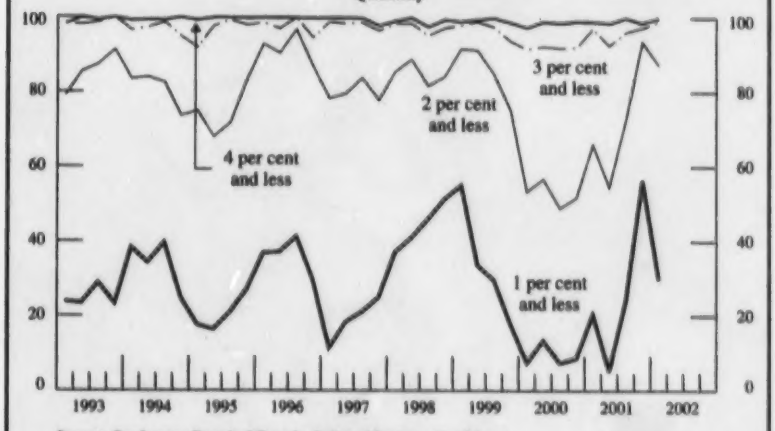
Indeed, the Bank's outlook for growth through 2002 and 2003, combined with the unexpected strength of real GDP at the end of last year, implies that the amount of economic slack should be absorbed faster than was anticipated at the time of the last *Report*. The amount of excess supply is therefore expected to decrease through 2002 and to be eliminated in the second half of 2003.

These projections for growth in 2002 and 2003 are broadly in line with the latest private sector forecasts.

Chart 16

Percentage Distribution of Expected Price Increases Over the Next Six Months

Quarterly



Source: Conference Board of Canada, *Index of Business Confidence*

Measures of inflation expectations

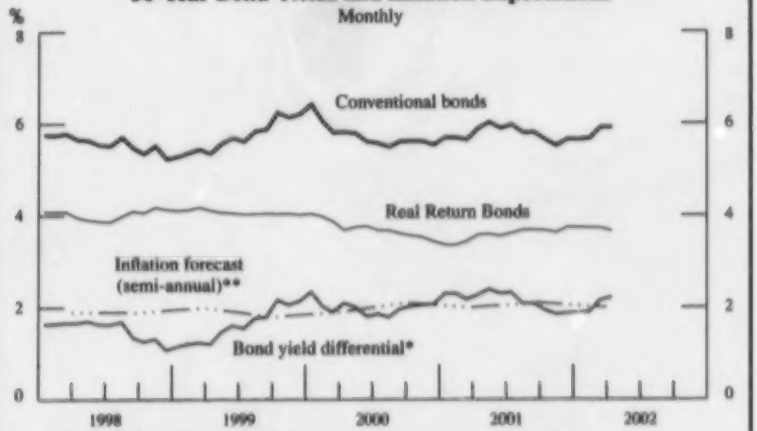
Longer-term inflation expectations remain very close to 2 per cent.

In the regular survey reported in the Conference Board of Canada's spring *Index of Business Confidence*, 30 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at an annual rate of 1 per cent or less, and 87 per cent expected a rate of 2 per cent or less (Chart 16). Indeed, the average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is now 1.4 per cent in 2002 (markedly lower than last autumn). In both cases, short-term expectations for the rise in the total CPI are being influenced by recent reductions in energy prices at the consumer level. Inflation expectations over a two-year horizon, however, continue to be firmly anchored well inside the Bank's inflation-control target range. This has been confirmed by the latest survey of firms conducted by the Bank's regional offices and by the average private sector forecast for total CPI inflation for 2003 (currently at 2.0 per cent). Typical forecasts of longer-term inflation are also clustered around 2 per cent. As well, the differential between 30-year conventional and Real Return bonds is now just above 2 per cent (Chart 17).

Chart 17

30-Year Bond Yields and Inflation Expectations

Monthly



* The differential is calculated using the appropriate compound interest formula.
** Source: Consensus Economics Inc.

Other factors affecting inflation

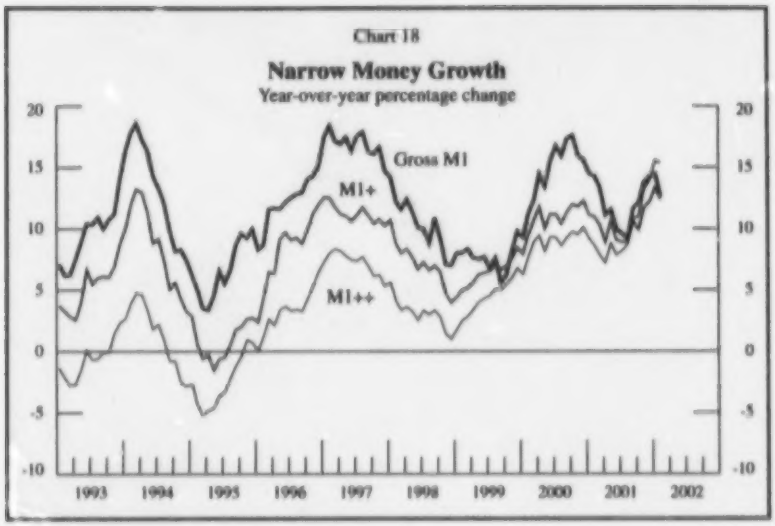
In addition to the factors discussed above, higher import costs arising from the depreciation of the Canadian dollar over the past two years may continue to put some modest upward pressure on prices through 2003. The effects of higher insurance and other security costs following the 11 September terrorist attacks may be another source of modest upward pressure on prices over the next two years.

Given current and anticipated conditions in labour markets, wage gains are expected to hold relatively steady over the next two years. The Bank's latest survey of firms is consistent with this outlook. With productivity growth expected to remain around 2 per cent, growth in unit labour costs should be little changed through 2003.

Implications of money growth for inflation

The growth of narrow money has remained strong, but signs of slowing have emerged.

The growth rates of the three narrow money aggregates, M1, M1+, and M1++, have trended up since the November *Report* (Chart 18), but eased off somewhat in February. This increase has been relatively widespread across households, businesses, and account types. Strong money growth over this period is largely due to the easing in monetary conditions. Low rates of return on



other assets, such as term deposits and GICs, have reduced the opportunity cost of holding liquid balances and have therefore contributed to very strong growth in the narrow money aggregates. Also contributing to strong year-over-year growth rates in narrow money are the high precautionary balances accumulated last autumn in the face of uncertainty about future income and stock market returns. With uncertainty diminishing, there are early signs that businesses and, to a lesser extent, households have begun to unwind these balances. To the extent that they are used in the future to purchase financial assets rather than goods and services, they are not an indication of immediate inflation pressure.

Inflation forecasts based on money growth are more uncertain than usual . . .

The difficulties of distinguishing between the effects of lower interest rates and an increased appetite for liquidity have significantly increased the uncertainty surrounding forecasts of output and inflation based on the narrow money aggregates. As uncertainty dissipates and rates of return on other assets recover, growth of the narrow money aggregates will likely decline further. The possibility that more of the liquid balances than expected will be spent on goods and services, rather than reinvested in savings instruments, represents an upside risk to inflation.

. . . but growth of broader aggregates remains consistent with inflation of around 2 per cent.

Growth in M2++ has been much slower and more stable than growth in the narrow aggregates since the last *Report* (Chart 19). This is consistent with the portfolio shifts mentioned earlier, since the strong growth that was seen in the transactions components of M2++ has been offset by declines in savings instruments such as term deposits and Canada Savings Bonds. Broad money is

Chart 19

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change

currently growing at a rate that is roughly consistent with inflation of 2 per cent.

Inflation projection

With some excess supply in the economy, core inflation is expected to average just under 2 per cent in the second half of 2002 and the first half of 2003.

With the economy expected to remain in a position of modest excess supply through 2002, some downward pressure on core inflation should persist over the remainder of the year. Several factors will likely limit this influence, however. First, longer-term inflation expectations are still very close to 2 per cent. Second, current and projected increases in unit labour costs are also in this range. Finally, higher import costs arising from the past depreciation of the Canadian dollar may put some further temporary upward pressure on inflation.

With less economic slack than was expected in the last *Report*, the core rate is now projected to average just under 2 per cent in the second half of this year and the first half of 2003, before moving back to 2 per cent by about the end of 2003. This would be consistent with the economy projected to be back to potential output in the second half of 2003.

Both total and core CPI inflation are expected to be at 2 per cent by about the end of 2003.

If crude oil prices continue to average between US$22 and US$26 per barrel, total consumer price inflation should stay below the core rate through mid-year. The Bank is projecting that total inflation, like core inflation, will be at 2 per cent by about the end of 2003.

5. Conclusions

In the past several months, it has become increasingly apparent that robust economic growth is resuming in North America. For Canada, the outlook presented in this *Report* shows the economy moving back to potential output in the second half of 2003, with inflation at the Bank's 2 per cent target by the end of 2003.

There are both upside and downside risks to this outlook. Given the amount of monetary and fiscal stimulus that has been provided, growth could be stronger than projected. It is also possible that the growth of household spending may not be as strong as anticipated, to the extent that even more of the recent strength in spending than assumed was, in fact, borrowed from future expenditures. There is continuing uncertainty regarding the timing and strength of the pickup in business investment and exports, mainly because of the fragility of global business confidence. And political developments in the Middle East may continue to affect crude oil prices, with possible repercussions for the global economy.

Given these factors, the task for monetary policy will be to gauge the strength of the economy as it approaches its capacity to produce, and the implications for future inflation. This means reducing the amount of monetary stimulus in a timely and measured manner in order to keep inflation close to its 2 per cent target, thereby helping to sustain economic growth at full capacity over the medium term.

Bibliography

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.

Conference Board of Canada. 2002. *Index of Business Confidence* (Spring).

_____. 2002. *Index of Consumer Attitudes* (Spring).

Consensus Economics Inc. 2002. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation Over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

Stuber, G. 2001. "Implications of Uncertainty about Long-Run Inflation and the Price Level." Bank of Canada Working Paper No. 2001-16.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– avril 2002 –

La pièce d'or de 200 $ reproduite en couverture est l'œuvre de l'artiste John Mantha. Émise en 1995, elle illustre la fabrication du sirop d'érable, une tradition typiquement canadienne. Ce sont les peuples autochtones qui ont enseigné aux premiers colons à recueillir la sève de l'érable à sucre puis à la faire bouillir pour la transformer en sirop et en sucre. La partie de sucre est vite devenue un rituel du printemps au Canada et, encore aujourd'hui, l'érablière familiale traditionnelle est au cœur de cette industrie agricole si particulière.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

4911
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— avril 2002 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.

Le Canada a accompli d'importants progrès sur le plan économique au cours de la dernière décennie. Notre politique monétaire bénéficie maintenant d'un solide point d'ancrage, et les attentes en matière d'inflation sont fermement arrimées. La cible d'inflation et le régime de changes flottants se conjuguent bien dans la pratique et même se renforcent mutuellement. L'approche que nous avons adoptée a donné des résultats extraordinaires [...] et nous nous attendons à ce qu'elle demeure la pierre d'assise de notre prospérité future.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
20 février 2002

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction 5

2. L'évolution récente de l'inflation 6

L'inflation et la fourchette cible 6
Les facteurs qui influent sur l'inflation 8

3. L'évolution financière 14

Les mesures de politique monétaire 14
Le taux de change et les conditions monétaires 15
Les autres aspects de l'évolution financière 18

4. Les perspectives en matière d'inflation 20

La conjoncture internationale 20
La demande et l'offre globales au Canada .. 22
La mesure des attentes relatives à l'inflation 23
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation 24
L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation 25
Les prévisions relatives à l'inflation 26

5. Conclusions 28

Bibliographie 29

Notes techniques

1. Le cycle économique actuel au Canada 11
2. La volatilité des taux d'intérêt à long terme et les attentes d'inflation 16
3. Le cycle économique actuel aux États-Unis 21

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

La cible

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

1. INTRODUCTION

Lors de la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de novembre dernier, deux sujets dominaient l'analyse : le ralentissement économique mondial et les conséquences des attentats terroristes de septembre. Dans la *Mise à jour* de janvier 2002, la Banque faisait état de la tournure favorable du climat géopolitique et du redressement de la confiance des ménages. Elle estimait alors plus probable que l'activité économique au Canada connaisse une progression modeste au premier semestre, puis s'accélère vivement à mesure que l'année avancerait. Le risque que la morosité persiste tout au long de 2002 était contrebalancé par la possibilité d'une croissance robuste dès les premiers mois de l'année si les niveaux de confiance se rétablissaient rapidement.

Selon les données les plus récentes, la reprise de l'économie canadienne s'est amorcée plus tôt et a été considérablement plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait en janvier. Avec le retour rapide de la confiance, la stimulation fournie par les mesures monétaires et budgétaires mises en œuvre a donné lieu à une forte progression des dépenses de consommation et des mises en chantier de logements. Les exportations canadiennes ont également été plus dynamiques que ce qui avait été projeté, grâce à une expansion plus vive que prévu aux États-Unis. Pour satisfaire à la croissance des ventes finales au quatrième trimestre de l'an dernier, les entreprises ont grandement puisé dans leurs stocks, ce qui contribue à la relance de la production en ces premiers mois de 2002.

Le raffermissement de la demande globale au quatrième trimestre de 2001 et au premier trimestre de cette année ayant été plus marqué que prévu, les niveaux d'activité sont aussi plus élevés qu'on ne l'avait escompté; l'économie disposerait donc d'une marge de capacités inutilisées inférieure aux attentes. En outre, durant les premiers mois de 2002, l'inflation mesurée par l'indice de référence était un peu supérieure au niveau auquel on croyait qu'elle allait s'établir.

Bien qu'une forte reprise économique semble être en cours, certaines incertitudes pèsent encore sur les perspectives — tout particulièrement en ce qui a trait à la rapidité et à l'ampleur de la remontée des investissements fixes des entreprises et aux répercussions possibles de l'évolution de la situation politique au Proche-Orient sur les prix du pétrole et sur l'économie mondiale.

Le défi que les autorités monétaires doivent relever d'ici la fin de cette année et en 2003 est d'aider l'économie à atteindre à nouveau son plein potentiel, et à s'y maintenir, en veillant à ce que la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % soit réalisée. Pour ce faire, il faudra réduire, en temps opportun et avec mesure, la forte détente monétaire en place à l'heure actuelle.

Les données que renferme le présent rapport ont été arrêtées à la date d'annonce préétablie du 16 avril 2002.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence a avoisiné en moyenne 2 %, soit le point médian de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par la Banque. Pour sa part, le taux d'accroissement de l'IPC global a fortement chuté pour se chiffrer à moins de 2 %, en raison du repli marqué des cours mondiaux de l'énergie durant la dernière année.

L'inflation et la fourchette cible

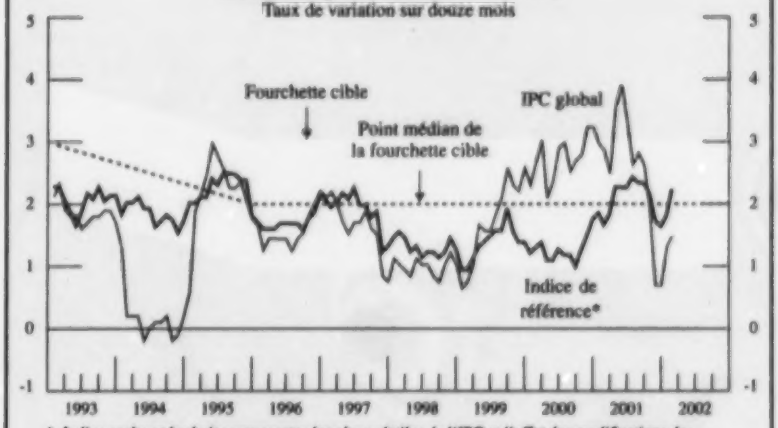
Depuis l'automne, l'inflation mesurée par l'indice de référence avoisine en moyenne 2 %, le point médian de la fourchette cible de la Banque...

Après avoir oscillé autour de 2,3 % du printemps à l'automne 2001, l'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi pour s'établir aux environs de 1,7 %, en moyenne, de novembre à janvier, avant de remonter à 2,2 % en février (Graphique 1)[1]. Les autres mesures de l'inflation tendancielle se sont situées à un niveau inférieur ou égal à l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 2).

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

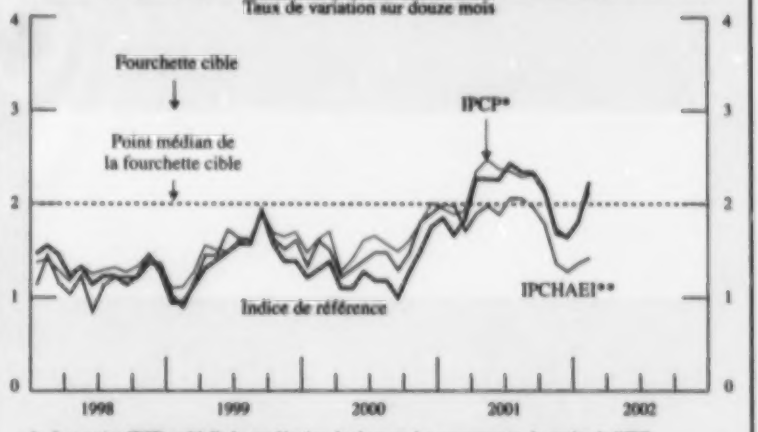
Le niveau atteint en février par le taux d'accroissement de l'indice de référence (2,2 %) a été un peu supérieur aux prévisions. C'est qu'il résulte, en partie, de hausses de prix saisonnières qui se sont produites avant l'heure (et qui ont concerné notamment les vêtements et les chaussures ainsi que certains services liés aux

1. L'indice de référence que la Banque utilise depuis mai 2001 exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Graphique 2

Indice de référence et mesures statistiques de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

voyages); les effets de celles-ci devraient donc bientôt s'inverser[2]. L'effet sur les prix des aliments de la dépréciation subie par le dollar canadien ces deux dernières années est un autre facteur. Comme les estimations font encore état de la présence d'une offre excédentaire modeste au sein de l'économie, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence recule dans les mois qui viennent et s'inscrive juste au-dessous de 2 %.

... et le taux d'accroissement de l'IPC global a fortement chuté.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a fortement diminué, passant de 2,6 % en septembre à 1,5 % en février, en raison principalement de la baisse prononcée des cours du pétrole et du gaz naturel par rapport à leur niveau élevé d'il y a un an.

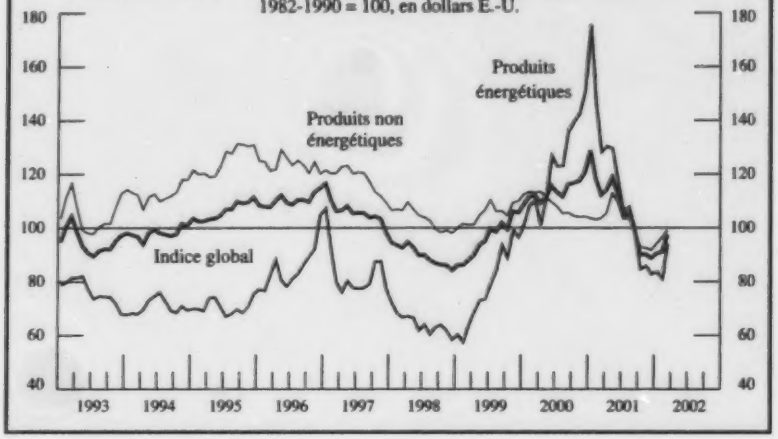
Les prix des produits de base non énergétiques, qui avaient considérablement fléchi au second semestre de 2001 sous l'effet d'un affaiblissement de la demande mondiale, ont commencé à se redresser (Graphique 3). Le dynamisme de la demande a contribué à une hausse substantielle des prix du bois d'œuvre et du bétail, tandis que ceux des métaux communs ont augmenté à la faveur

2. La hausse temporaire de l'inflation mesurée par l'indice de référence en février s'explique aussi par un autre facteur, prévisible lui, qui est le niveau inhabituellement bas affiché par les prix de l'électricité il y a un an. Le programme de crédit spécial que le gouvernement de la Colombie-Britannique avait instauré à titre temporaire, au bénéfice des consommateurs d'électricité de cette province, avait en effet engendré une baisse des prix de ce bien en février et en mars 2001.

Graphique 3

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982-1990 = 100, en dollars É.-U.



des réductions de la production et des signes de raffermissement de la demande mondiale[3].

Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

La reprise économique est bien engagée, aux États-Unis comme au Canada.

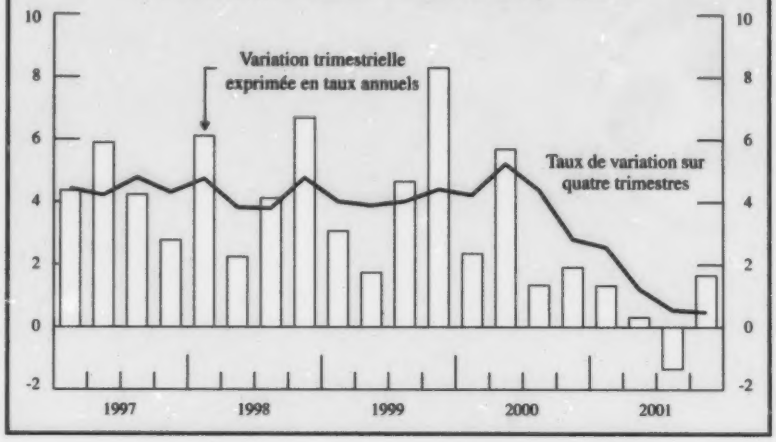
Au dernier trimestre de 2001 et au premier de 2002, l'expansion de l'économie canadienne a été beaucoup plus vigoureuse qu'on ne s'y attendait dans le *Rapport* de novembre. Par conséquent, l'écart de production estimé par la Banque pour le premier trimestre de cette année est inférieur à ce qui avait été prévu.

Après s'être contractée au troisième trimestre de 2001, l'activité économique aux États-Unis s'est redressée au trimestre suivant (Graphique 4). Vers la fin de l'année dernière, les dépenses des ménages américains ont nettement progressé à la faveur du bas niveau des taux d'intérêt, de généreux incitatifs à l'achat de véhicules automobiles et du regain de confiance des consommateurs. Parallèlement, les dépenses publiques se sont vivement accrues, sous l'impulsion du rythme accéléré des dépenses militaires. Ces hausses ont été contrebalancées en partie par une nouvelle diminution des investissements des entreprises et la poursuite des efforts que celles-ci déployaient en vue d'écouler rapidement leurs stocks.

3. Les prix du bois d'œuvre ont également été poussés à la hausse par les baisses de production découlant de l'imposition d'un droit compensatoire sur les exportations de bois d'œuvre résineux vers les États-Unis.

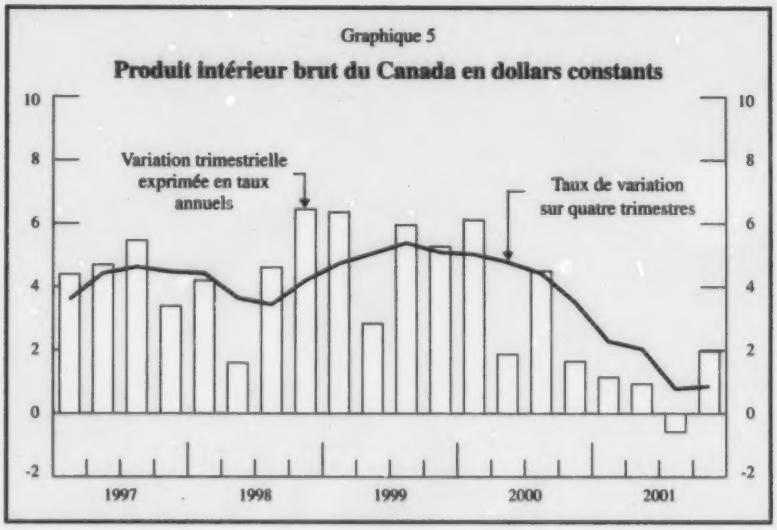
Graphique 4

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



Graphique 5

Produit intérieur brut du Canada en dollars constants

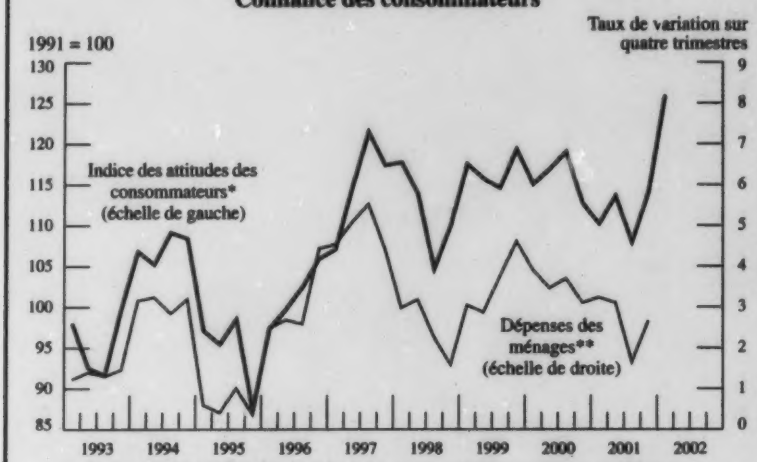


La dépense des ménages s'est considérablement raffermie au Canada depuis l'automne dernier...

Le PIB réel du Canada, qui avait légèrement fléchi au troisième trimestre de 2001, a crû de 2 % en rythme annuel au quatrième trimestre, ce qui contraste fortement avec la croissance nulle projetée dans le *Rapport* de novembre 2001 et la *Mise à jour* de janvier 2002 (Graphique 5). L'important assouplissement monétaire qui a été opéré et les mesures récentes du gouvernement visant à améliorer la sécurité nationale ont contribué à rétablir la confiance des consommateurs et à faire grimper les dépenses des ménages au titre des biens et services et de logements neufs depuis les événements tragiques de septembre (Graphique 6). La hausse marquée des revenus réels, partiellement attribuable aux réductions passées des

Graphique 6

Confiance des consommateurs



* Source : Conference Board du Canada, *Indice des attitudes des consommateurs* (données les plus récentes : 1er trimestre 2002)

** Dépenses, en dollars constants, au titre des biens de consommation, des services et du logement

taux d'imposition, et les incitatifs financiers spéciaux à l'achat de véhicules automobiles ont également eu pour effet de stimuler la consommation des ménages.

... et, de plus, la récente correction des stocks et la reprise de la croissance des exportations présagent une poursuite de l'expansion économique.

Par ailleurs, la forte correction des stocks qui a eu lieu au quatrième trimestre, conjuguée au récent rétablissement de la croissance des exportations en volume dû au redémarrage de l'économie américaine, donne à penser que la reprise est bien engagée (Note technique 1). Si l'on ajoute à cela les gains solides enregistrés au chapitre de l'emploi au premier trimestre de 2002, il est permis de supposer que la croissance du PIB réel canadien au premier trimestre avoisinera les 4 1/2 %, et sera donc beaucoup plus élevée qu'on ne s'y attendait dans la *Mise à jour* de janvier.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

L'économie canadienne se trouvait en situation d'offre excédentaire au tournant de 2002...

La plupart des indicateurs confirment que l'économie canadienne s'est retrouvée en situation d'offre excédentaire pendant l'année 2001. Le net ralentissement qu'a connu la croissance du PIB réel l'an dernier s'est traduit par une hausse du taux de chômage et une diminution substantielle de la durée de la semaine de travail. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la production de biens non agricoles que publie Statistique Canada a été très inférieure, au quatrième trimestre de 2001, aux niveaux normaux. Ce relâchement des pressions sur la capacité de l'économie, dont celles que provoquaient les pénuries de main-d'œuvre, est corroboré par la dernière enquête que la Banque a menée auprès d'entreprises canadiennes.

Note technique 1

Le cycle économique actuel au Canada

Les compressions des investissements en capital fixe et en stocks des entreprises ont joué un rôle non négligeable dans le ralentissement récent de l'économie canadienne. L'évolution attendue de ces deux catégories de dépenses devrait contribuer de façon importante à la relance de l'économie à brève échéance.

Durant la période de rapide expansion qui a suivi la crise asiatique et précédé le récent ralentissement, la demande finale de produits canadiens a connu une forte progression, tant au pays qu'à l'étranger. Cette demande a été satisfaite par une hausse sensible de la production intérieure et des importations. Les entreprises ont alors investi massivement en immobilisations, mais ont laissé leurs stocks diminuer par rapport aux ventes.

La décélération de la croissance de l'économie canadienne, depuis le troisième trimestre de 2000, tient en grande partie au tassement marqué de la progression de la demande aux États-Unis, ce qui témoigne des liens commerciaux étroits qui unissent les deux pays. Les capacités excédentaires et le niveau des stocks par rapport aux ventes s'étant en conséquence accrus, les entreprises ont subséquemment restreint leurs investissements en stocks et en capital fixe (en particulier en machines et matériel). Non seulement le rythme d'expansion de la production s'est ralenti au Canada durant cette période, mais la demande canadienne de produits étrangers s'est nettement repliée.

Bien qu'ayant considérablement freiné l'avance de l'économie canadienne vers la fin de 2001, les compressions des dépenses des entreprises ont néanmoins préparé le terrain à une expansion robuste. À la faveur de la reprise récente de la demande américaine de produits canadiens et de la forte augmentation des dépenses des ménages au Canada, les déséquilibres des stocks se corrigent rapidement. On s'attend donc à ce que les entreprises réduisent leurs stocks moins fortement au premier semestre de 2002, ce qui, en soi, stimulera de façon appréciable la production à court terme. Il est probable, en outre, qu'elles ralentissent le rythme auquel elles contractent leurs investissements au premier semestre, dans la perspective notamment de voir les capacités excédentaires commencer à se résorber. Par conséquent, la baisse des dépenses en capital devrait exercer une ponction moindre sur la croissance de l'économie canadienne durant cette période qu'au dernier trimestre de 2001.

Contribution de diverses composantes à la croissance du PIB réel au Canada
(en points de pourcentage)

Composante[a]	Moyenne 1998T3–2000T3	Moyenne 2000T4–2001T3	2001T4	Moyenne 2000T4–2001T4	2002T1 (chiffres estimatifs)
Consommation	2,0	0,8	2,4	1,2	2,3
Logement	0,2	0,2	0,9	0,3	1,0
Investissements fixes des entreprises	0,9	0,2	-3,3	-0,5	-1,2
Dépenses publiques	0,6	0,6	0,7	0,6	1,0
Exportations	3,7	-2,4	-0,8	-2,2	3,3
Importations	-2,7	2,7	6,0	3,4	-2,5
Investissements en stocks	0,2	-1,3	-3,8	-1,8	0,6
Taux de croissance du PIB réel	4,9	0,8	2,0	1,0	4,5

a. Les chiffres présentés au tableau correspondent à la contribution (en points de pourcentage) de chaque composante au taux de croissance du PIB réel pour la période précisée dans l'en-tête de la colonne. Abstraction faite des erreurs d'arrondi, la somme des valeurs d'une colonne équivaut au taux de croissance indiqué au bas de celle-ci. Il est à noter qu'une augmentation des importations représente une contribution négative à la croissance globale.

En se fondant sur ses mesures économétriques habituelles de la production potentielle et de l'écart de production, la Banque estime actuellement que la marge de capacités inutilisées s'est accrue au quatrième trimestre de 2001 pour représenter environ 1 % de la production potentielle[4]. La Banque est d'avis, sur la foi de tous les indicateurs disponibles, que l'offre excédentaire qui subsistait au sein de l'économie au début de l'année était légèrement supérieure à ce que ses mesures habituelles laissent entrevoir.

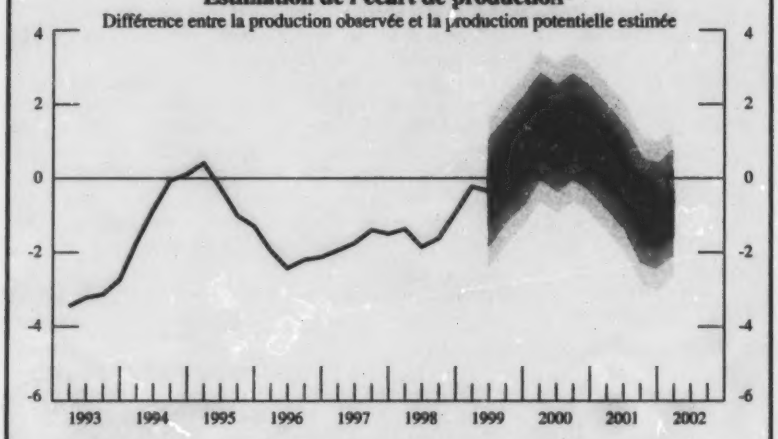
... mais la marge de capacités inutilisées a commencé à se résorber.

La marge de capacités inutilisées a dû se rétrécir un peu au premier trimestre de 2002, le rythme d'expansion de l'économie dépassant à présent celui de la production potentielle d'après les estimations (Graphique 7). Cela tranche avec les projections antérieures selon lesquelles l'offre excédentaire augmenterait encore au premier semestre de 2002.

Graphique 7

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Nota : La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2002 se fonde sur une croissance prévue de la production de 4,5 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

La maîtrise des coûts

La hausse de la productivité du travail et celle des coûts unitaires de main-d'œuvre s'établissaient à 2 % à la fin de 2001.

Le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération moyenne s'est inscrit récemment dans une plage variant entre 3,5 et 4 %, si l'on se base sur l'évolution des gains horaires moyens des employés permanents et de la rémunération du travail par heure-personne dans le secteur des entreprises (Graphiques 8 et 9). En glissement annuel, la croissance de la productivité du travail s'est accélérée dans ce secteur pour atteindre 2 % au quatrième

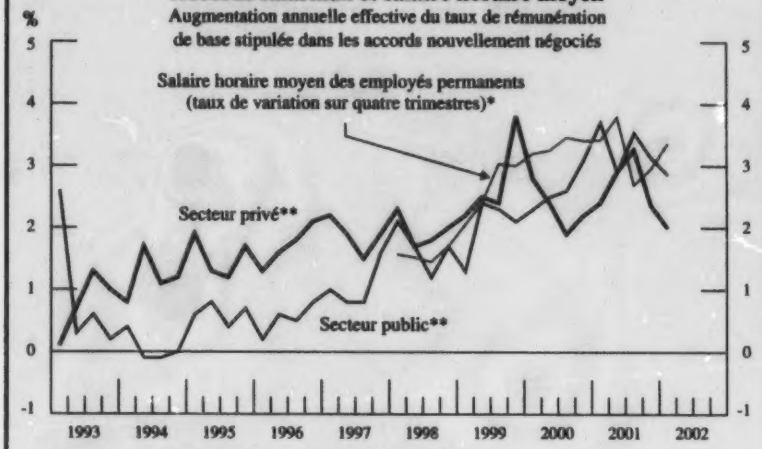
4. Ce genre d'estimations est toujours entouré d'une grande marge d'incertitude, comme en témoignent les intervalles de confiance illustrés au Graphique 7.

trimestre de 2001, par suite de l'ajustement marqué du nombre d'heures travaillées au ralentissement de l'activité. En conséquence, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre dans les entreprises se chiffrait, en glissement annuel, à 2 % à la fin de 2001 (Graphique 9). On prévoit que la progression, sur quatre trimestres, de la productivité du travail demeurera aux alentours de 2 % pour les trois premiers mois de 2002.

Graphique 8

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

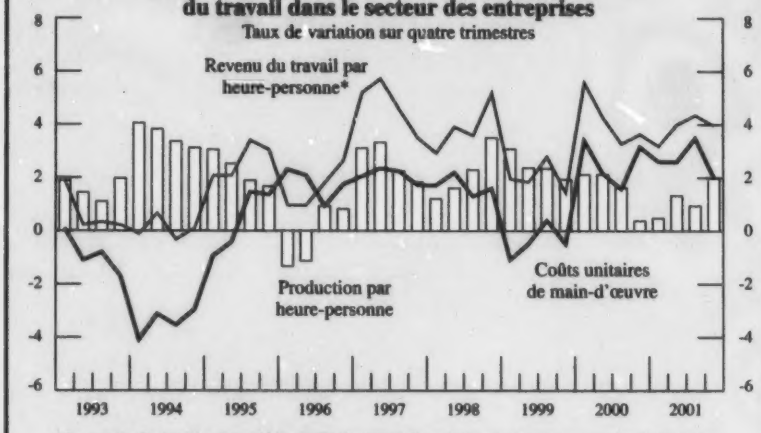


* Source : *Information population active*; les données les plus récentes se rapportent à mars 2002.
** Source : Développement des ressources humaines Canada; les données les plus récentes se rapportent à février 2002.

Graphique 9

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.
Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les mesures de politique monétaire

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* de novembre :

27 novembre — réduction de 50 points de base; taux ramené à 2,25 %

15 janvier — réduction de 25 points de base; taux ramené à 2,00 %

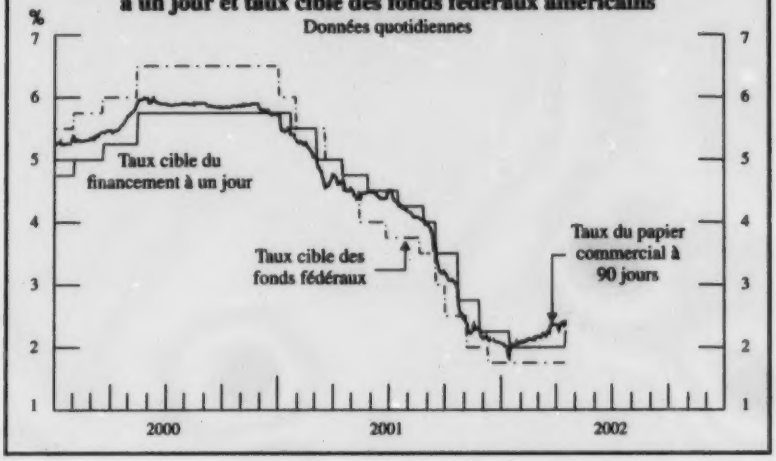
5 mars — aucune modification

16 avril — hausse de 25 points de base; taux porté à 2,25 %

La Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 27 novembre 2001 et de 25 points de base le 15 janvier 2002, ce qui a porté à 375 points de base la réduction totale de ce taux depuis janvier 2001 (Graphique 10). Ces mesures de politique monétaire ont été prises en réaction à la faiblesse observée et attendue de l'activité intérieure et aux pressions à la baisse qui s'exerçaient en conséquence sur l'inflation future.

Graphique 10

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains



Le 5 mars, la Banque a maintenu le taux cible du financement à un jour à 2,0 %, une décision qui cadrait avec la publication de données faisant état d'une amélioration des conditions économiques au Canada.

Les marchés financiers ont anticipé, dans une large mesure, les récentes décisions de politique monétaire.

Le 16 avril, à la lumière de renseignements indiquant qu'une reprise solide de l'activité s'était amorcée, la Banque a porté le taux cible du financement à un jour à 2,25 %, atténuant ainsi de façon modeste le degré de détente monétaire en place dans l'économie.

Ces décisions avaient été anticipées dans une large mesure par les marchés financiers.

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a amputé le taux cible des fonds fédéraux de 50 points de base le 6 novembre 2001 et de 25 points de base le 11 décembre 2001. Ce dernier a ainsi perdu, au total, 475 points de base entre janvier et décembre 2001. Le 30 janvier et le 19 mars 2002, les autorités monétaires américaines ont décidé de le laisser inchangé, à 1,75 %. À sa réunion du 19 mars,

la Réserve fédérale a aussi modifié son évaluation des risques qui pèsent sur les perspectives en matière de stabilité des prix et de croissance économique durable, déclarant que ceux-ci se contrebalançaient maintenant.

Ces marchés incorporent maintenant à leurs prix une montée des taux d'intérêt à court terme.

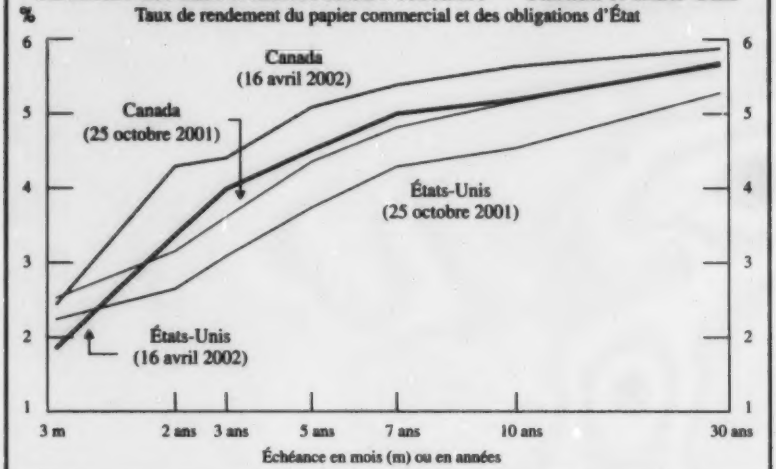
Les courbes de rendement au Canada et aux États-Unis se sont relevées par rapport à octobre dernier (Graphique 11). Vu le raffermissement de l'activité, les niveaux actuels des contrats à terme indiquent que les opérateurs s'attendent à ce que la Réserve fédérale et la Banque du Canada augmentent leurs taux cibles respectifs dans les mois à venir. Comme le taux à long terme reflète la moyenne des taux à court terme anticipés, la pente actuelle de la courbe de rendement, caractérisée par des taux courts bien inférieurs aux taux longs, intègre également les attentes d'une majoration des taux à court terme. Les modifications de la pente de la courbe de rendement depuis 1999 s'expliquent surtout par les mouvements de hausse et de baisse des taux courts, les taux longs ayant été beaucoup plus stables que par le passé, du fait surtout que les attentes d'inflation sont maintenant solidement ancrées (Note technique 2).

Les taux longs ont été relativement stables, du fait que les attentes d'inflation sont maintenant solidement ancrées.

Graphique 11

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada et États-Unis

Taux de rendement du papier commercial et des obligations d'État



Le taux de change et les conditions monétaires

Selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux, le cours du dollar canadien n'a guère varié depuis novembre dernier. Vers la fin décembre et en janvier, notre monnaie s'est repliée par rapport au dollar É.-U., et elle a été assez

Note technique 2

La volatilité des taux d'intérêt à long terme et les attentes d'inflation

Ces dernières années, les taux d'intérêt des titres d'État à long terme au Canada ont relativement peu réagi aux variations des taux à court terme. Malgré les modifications substantielles apportées au taux cible du financement à un jour depuis le milieu de l'année 1997, les taux d'intérêt à long terme ont été assez stables, demeurant à l'intérieur d'une plage d'environ deux points de pourcentage. Cela contraste fortement avec la situation qui existait au début des années 1990, où le lien entre les taux à court terme et à long terme était plus étroit.

La baisse de la volatilité des taux à long terme peut s'expliquer en partie par la stabilité des attentes d'inflation à long terme[1]. Si l'on compare les taux d'inflation prévus à long terme au cours des dernières années à ceux de la première moitié des années 1990, on observe qu'ils sont aujourd'hui beaucoup plus stables. Les attentes d'inflation à long terme se sont ajustées graduellement au régime de cibles d'inflation adopté en février 1991. Elles sont maintenant bien ancrées au taux visé de 2 %, ce qui reflète en partie la crédibilité de l'engagement de la Banque du Canada à maintenir un taux d'inflation bas, stable et prévisible.

D'un point de vue macroéconomique, la diminution de la volatilité des taux d'intérêt à long terme au Canada comporte de nombreux avantages[2]. Elle réduit l'incertitude, simplifie la planification financière à long terme et favorise les investissements des ménages et des entreprises.

Taux d'intérêt à court et long terme

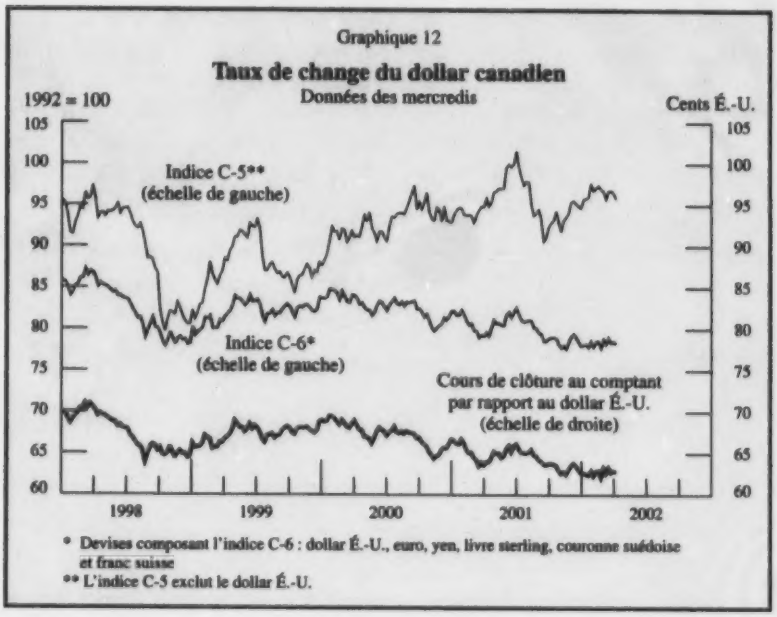
Taux d'intérêt à long terme et attentes d'inflation

* Source : Consensus Economics Inc.

1. L'amélioration de la situation budgétaire du Canada a également contribué à la stabilité des taux d'intérêt à long terme.
2. On trouvera des précisions à ce sujet dans l'article de Stuber (2001).

stable depuis. Au cours de la période, elle s'est appréciée vis-à-vis des autres devises (Graphique 12).

Depuis novembre 2001, l'indice des conditions monétaires de la Banque a varié entre –11,38 et –10,30. Cet indice se situe actuellement à un niveau similaire à celui de novembre dernier (Graphique 13).



Les autres aspects de l'évolution financière

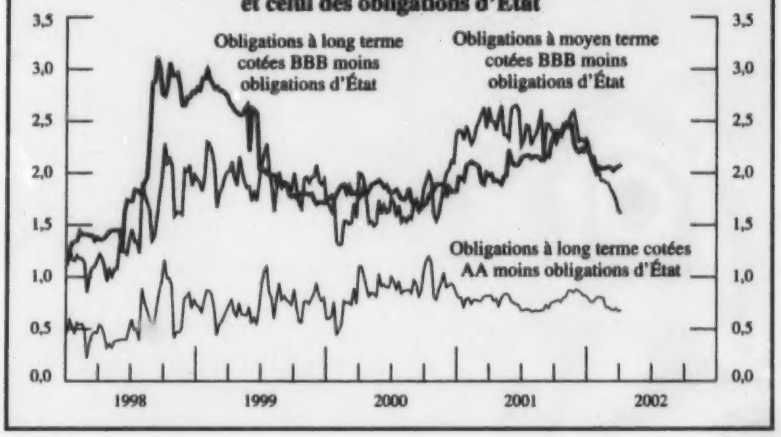
Les autres aspects de l'évolution financière cadrent avec les signes d'une reprise économique.

Dans l'ensemble, les conditions du crédit aux entreprises se sont améliorées depuis l'automne dernier.

Dans l'ensemble, les conditions du crédit aux entreprises se sont améliorées depuis l'automne passé, en dépit de facteurs défavorables, notamment la faillite très médiatisée de grandes sociétés nord-américaines. Sur le marché obligataire, cette amélioration s'est traduite par un amenuisement des écarts entre les taux de rendement des obligations de sociétés et ceux des obligations d'État, comparativement au sommet atteint en novembre (Graphique 14). Les conditions sur les marchés canadiens du papier commercial sont restées relativement stables. Les banques, pour leur part, sont devenues un peu plus prudentes depuis novembre en ce qui a trait à l'octroi de prêts aux emprunteurs moins bien cotés.

Graphique 14

Écart entre le rendement des obligations des sociétés et celui des obligations d'État



La Bourse de Toronto, qui a subi un recul appréciable après le 11 septembre, affiche aujourd'hui un gain de 20 % environ par rapport au creux enregistré en septembre dernier. Cette progression est attribuable à la réduction de l'incertitude et à l'évolution positive des attentes des investisseurs concernant l'économie.

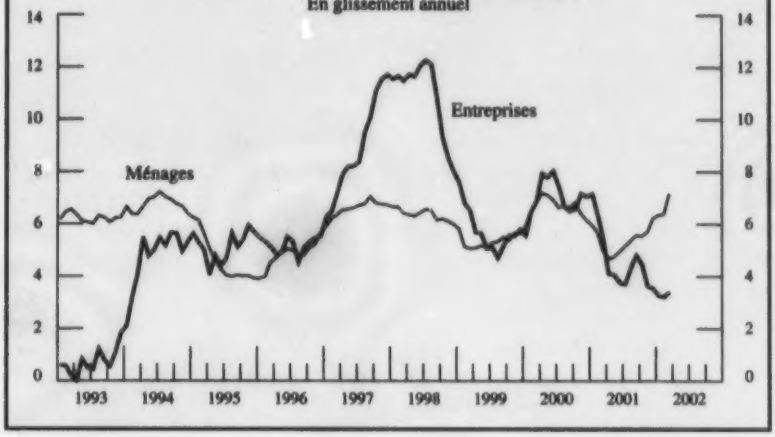
Si la croissance du crédit aux entreprises a été lente...

La croissance du crédit aux entreprises s'est ralentie davantage depuis la parution du *Rapport* de novembre (Graphique 15). Les crédits à court terme consentis aux entreprises, particulièrement les prêts bancaires, se sont inscrits en baisse au cours de la période. Les obligations et, dans une moindre mesure, les actions ont été les principales sources de nouveau financement des entreprises. La lente expansion du crédit aux entreprises cadre avec la réduction des besoins de financement de ces dernières au titre des

Graphique 15

Crédits aux entreprises et aux ménages

En glissement annuel



stocks et des autres investissements, ainsi qu'avec le remboursement de leurs dettes à court terme. Elle est compatible aussi avec le resserrement des conditions applicables aux prêts bancaires, prévisible à ce stade-ci du cycle économique.

... celle du crédit aux ménages a été relativement robuste.

En revanche, le crédit aux ménages a connu une progression robuste, plus rapide même que celle du revenu disponible des particuliers, tenant à la vigueur de la dépense des ménages, particulièrement au titre des logements et des biens durables. Il en est résulté une nouvelle hausse du ratio d'endettement des ménages, moins prononcée toutefois que par le passé et qui a été largement compensée par un accroissement des avoirs. Par ailleurs, vu le bas niveau auquel se situent les taux d'intérêt, la part du revenu personnel consacrée au service de la dette s'établit actuellement bien en deçà des moyennes historiques.

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

La conjoncture internationale

L'économie américaine s'est redressée plus rapidement qu'on ne le prévoyait l'automne dernier.

Aux États-Unis, les conditions économiques s'améliorent à un rythme beaucoup plus rapide que ce qui avait été prévu dans le *Rapport* de novembre. Plusieurs facteurs portent à croire qu'une reprise s'est amorcée : les dépenses en technologies de l'information se sont stabilisées après quelque douze mois de recul; la production se ressaisit, stimulée par le fait que la correction des stocks tire à sa fin; de façon générale, les dépenses de consommation ainsi que les investissements dans le secteur du logement sont robustes, soutenus par un important train de mesures budgétaires et monétaires expansionnistes (Note technique 3).

On s'attend, par conséquent, à ce que la croissance du PIB réel des États-Unis s'établisse en moyenne autour de 4 % au premier semestre de 2002, un taux nettement supérieur à ce qui avait été avancé dans la dernière livraison du *Rapport*. Étant donné la vigueur affichée par les dépenses de consommation et les investissements dans le logement et en stocks en début d'année, le taux d'augmentation du PIB devrait redescendre à environ 3 1/4 % au prochain semestre.

En 2002, le rythme d'expansion de l'activité aux États-Unis devrait avoisiner 2 1/2 %, en moyenne annuelle, plutôt que 1 % comme il avait été estimé en novembre. Pour 2003, on s'attend à ce qu'il atteigne quelque 3 1/2 %.

Les perspectives d'expansion se sont aussi raffermies dans les autres pays industrialisés.

Les perspectives d'expansion se sont également raffermies dans les autres pays industrialisés. En Europe, les indicateurs relatifs à la production laissent présager un redressement de l'activité, appuyé par l'assouplissement antérieur des conditions monétaires et le regain de vigueur de l'économie américaine. Les grandes économies européennes devraient croître de près de 1 1/4 % en moyenne sur l'ensemble de 2002 et d'environ 3 % en 2003, à mesure que l'activité s'intensifiera. Au Japon, la persistance de lacunes structurelles risque d'entraîner un nouveau recul de quelque 1 1/2 % en 2002. L'activité dans ce pays pourrait néanmoins enregistrer une modeste accélération d'environ 1 % en 2003, à la faveur de la relance aux États-Unis et de la détente des conditions monétaires.

Dans les économies de marché émergentes, les perspectives de croissance devraient s'améliorer parallèlement au redressement de la demande mondiale. Déjà, les pays du sud-est asiatique donnent des signes de reprise. De plus, la cessation de paiement décrétée par l'Argentine n'a eu qu'une incidence limitée sur les autres pays à marché émergent.

Note technique 3

Le cycle économique actuel aux États-Unis

À l'aune des récessions ayant frappé les États-Unis depuis 25 ans, la dernière en date a été plutôt bénigne. Le ralentissement a été si modéré que les économistes débattent toujours de la question de savoir s'il s'agissait vraiment d'une récession[1].

Bien que la récession de 2001 aux États-Unis s'apparente par certains côtés aux précédentes, elle s'en démarque à d'importants égards. La croissance rapide enregistrée durant la deuxième moitié des années 1990 et en 2000 et la faible marge de capacités inutilisées ont amené la Réserve fédérale à relever les taux d'intérêt pour contrer d'éventuelles pressions inflationnistes et ramener l'expansion économique sur une trajectoire plus viable. À cela s'est greffée la montée des prix du pétrole, qui a freiné l'activité économique. Conjugués à l'éclatement de la bulle des valeurs technologiques et au recul des cours boursiers, ces facteurs ont entraîné une forte réduction des investissements et une importante correction des stocks. Si la contraction des investissements et des stocks est caractéristique des récessions antérieures, les facteurs déterminants ont été cette fois quelque peu différents.

La dernière récession a été la plus légère de l'histoire économique américaine. Cela s'explique en bonne partie par les mesures prises par la Réserve fédérale, dans un climat d'inflation relativement faible et stable. Dans le passé, lorsque l'inflation était élevée, la Réserve fédérale attendait généralement que les pressions sur ce front donnent de nets signes de relâchement avant d'intervenir. Cette fois-ci, elle a commencé à abaisser son taux directeur dès les premiers indices d'essoufflement, et les réductions de son taux cible se sont succédé plus rapidement que de coutume tout au long du ralentissement. Les attentes d'inflation étant bien arrimées, les marchés obligataires avaient anticipé les effets de ce dernier bien avant que les autorités américaines ne se mettent à diminuer leur taux directeur.

Le repli des taux d'intérêt à long terme a donné lieu à un recul marqué des taux hypothécaires. Sur le marché du logement, les ventes de maisons sont demeurées vigoureuses en 2001 et les prix ont continué à grimper. Ces conditions ont permis aux ménages de renouveler ou même d'accroître leurs emprunts hypothécaires à des taux plus bas. La hausse du prix des maisons a aussi limité l'incidence de la chute dramatique des cours boursiers sur la richesse des ménages.

Les ménages ont pu réduire leurs mensualités hypothécaires ou emprunter une partie de la valeur nette de leur maison pour maintenir le niveau de leur consommation. Cette dernière a aussi été soutenue par des mesures de relance budgétaire et des programmes dynamiques d'incitation à l'achat de véhicules automobiles. Aussi la dépense des ménages est-elle restée remarquablement robuste; elle a même augmenté au fil de la récession, contrairement aux fois précédentes.

Ce dynamisme de la consommation a fait que la production réelle a très peu diminué malgré la réduction rapide et prononcée des investissements et la forte correction des stocks. Par contre, le nombre d'heures travaillées a fléchi, comme lors des récessions antérieures. La productivité n'a donc pas cessé de progresser tout au long du ralentissement, quoiqu'au ralenti par rapport à la deuxième moitié des années 1990. C'est sans doute là l'aspect le plus frappant de la dernière récession; dans le passé, en effet, la croissance de la productivité se repliait toujours vivement en pareilles circonstances.

---

1. Le National Bureau of Economic Research, qui est tenu pour l'arbitre en matière de cycles économiques aux États-Unis, a déclaré qu'une récession s'est amorcée en mars 2001. Il définit une récession comme une baisse sensible et généralisée de l'activité dans l'économie, qui dure plus de quelques mois et touche de façon manifeste la production industrielle, l'emploi, les revenus réels et les ventes en gros et au détail.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient encore monter.

Le renforcement prévu de l'expansion économique mondiale devrait contribuer à une forte majoration des prix en dollars É.-U. des produits de base non énergétiques durant les deux prochaines années. On s'attend à ce que le raffermissement de la demande contribue à soutenir les cours du pétrole brut et du gaz naturel pendant le reste de l'année. Il est à noter que l'évolution récente de la situation politique au Proche-Orient a ajouté à l'incertitude entourant la trajectoire des prix de l'énergie à court terme.

La demande et l'offre globales au Canada

L'économie canadienne devrait connaître une croissance solide en 2002 et en 2003.

Au Canada, on prévoit que la croissance économique au premier semestre de 2002 se situera en moyenne entre 3 1/2 et 4 1/2 %, en taux annualisé, ce qui est bien supérieur aux chiffres avancés dans la dernière livraison du *Rapport* et de la *Mise à jour* de celui-ci. La progression des dépenses des ménages, surtout au titre du logement et des biens durables connexes tels que les meubles et les appareils ménagers, continuera d'alimenter la croissance économique. Les exportations devraient se ressaisir de manière appréciable sous l'impulsion de l'expansion prévue de l'activité aux États-Unis. Le ralentissement du rythme de liquidation des stocks devrait également favoriser l'accroissement du PIB réel au cours de cette période (Note technique 1). On s'attend par ailleurs à ce que le repli des investissements des entreprises soit moins prononcé au premier semestre de 2002 qu'au dernier trimestre de 2001, étant donné la diminution escomptée des capacités excédentaires.

L'économie américaine devant poursuivre son expansion marquée dans la seconde moitié de 2002 et tout au long de 2003, on prévoit que la demande à l'égard des exportations canadiennes en fera tout autant. De même, l'effet conjugué des mesures prises antérieurement pour assouplir les conditions monétaires au Canada, alléger les impôts et renforcer la sécurité nationale devrait continuer de soutenir les dépenses des ménages. Ces facteurs ont aidé au rétablissement de la confiance des entreprises et devraient donner lieu à une relance des investissements de ces dernières. On s'attend aussi à ce que les dépenses en biens d'équipement de l'industrie pétrolière et gazière amorcent une remontée, à la faveur du renchérissement récent du pétrole et du gaz naturel.

On estime que le taux de croissance du PIB réel au deuxième semestre se situera entre 3 et 4 % et qu'il dépassera celui de la production potentielle, évalué à environ 3 %. Ainsi, le rythme d'expansion moyen pour 2002 s'établirait entre 2 1/4 et 3 1/4 %, soit près de deux points de pourcentage de plus que la prévision formulée en janvier. Pour 2003, on s'attend à une croissance moyenne se chiffrant entre 3 et 4 %.

La Banque prévoit que la marge de capacités inutilisées disparaîtra au second semestre de 2003.

Les estimations de la Banque pour 2002 et 2003 et la progression plus forte que prévu du PIB réel à la fin de 2001 donnent à penser que la marge de capacités inutilisées devrait effectivement se résorber plus rapidement qu'il n'était indiqué dans le dernier *Rapport*. Par conséquent, l'offre excédentaire devrait diminuer tout au long de 2002, pour ensuite disparaître au second semestre de 2003.

Les taux de croissance prévus par la Banque pour 2002 et 2003 sont conformes dans l'ensemble aux plus récentes prévisions du secteur privé.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

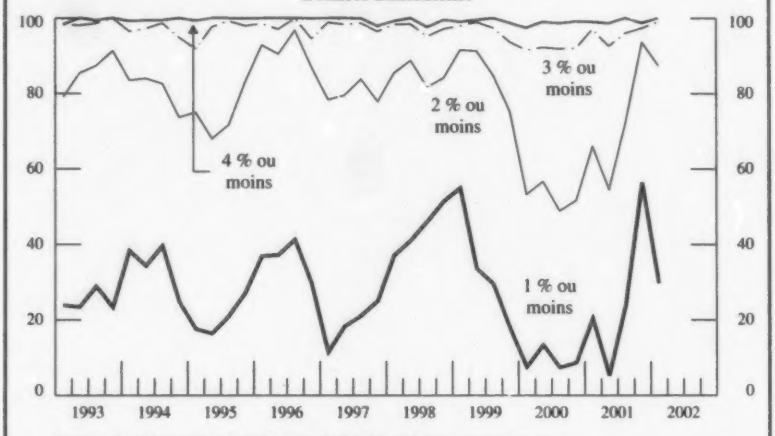
Le taux d'inflation attendu à long terme demeure très près de 2 %.

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés ce printemps révèlent que 30 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme annuel de 1 % ou moins, et 87 %, à un rythme de 2 % ou moins (Graphique 16). De fait, les prévisionnistes du secteur privé estiment maintenant que l'IPC global devrait s'accroître de 1,4 % en 2002, un taux nettement inférieur à celui qui avait été indiqué à l'automne 2001. Dans les deux cas, les prévisions à court terme relatives à la hausse de l'IPC global sont influencées par les réductions récentes des prix à la consommation de l'énergie. Les attentes d'inflation à l'horizon de deux ans, par contre, demeurent fermement ancrées bien à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque. C'est d'ailleurs ce que confirment

Graphique 16

Ventilation en % des attentes d'inflation pour les six prochains mois

Données trimestrielles

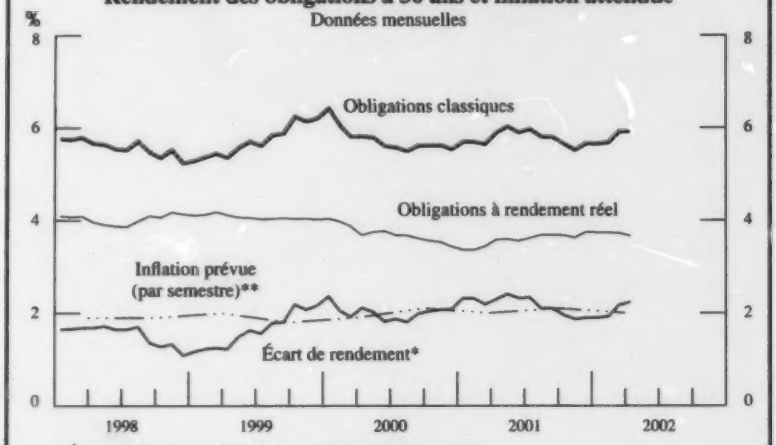


Source : Conference Board du Canada, *Indice de confiance des entreprises*

les résultats de la dernière enquête réalisée auprès des entreprises par nos bureaux régionaux ainsi que le taux d'augmentation de l'IPC global prévu par le secteur privé pour 2003 (et qui est actuellement de 2,0 %). Généralement, les prévisions au sujet du taux d'inflation attendu à plus long terme font aussi état d'un taux avoisinant 2 %. Par ailleurs, l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel se situe maintenant tout juste au-dessus de 2 % (Graphique 17).

Graphique 17

Rendement des obligations à 30 ans et inflation attendue



* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés
** Source : Consensus Economics Inc.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

Outre les facteurs mentionnés précédemment, signalons que la montée des coûts des produits importés provoquée par la dépréciation du dollar canadien ces deux dernières années pourrait continuer d'exercer de légères pressions à la hausse sur les prix tout au long de 2003. L'augmentation des primes d'assurance et d'autres coûts liés à la sécurité, attribuable aux attentats terroristes du 11 septembre dernier, pourrait aussi pousser les prix un peu à la hausse durant les deux prochaines années.

Étant donné la situation actuelle et attendue du marché du travail, la progression des salaires devrait demeurer relativement stable au cours des deux prochaines années. Les résultats de la dernière enquête menée par la Banque auprès des entreprises viennent corroborer ces perspectives. Si, comme prévu, les gains de productivité continuent d'avoisiner les 2 %, le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre ne devrait guère changer d'ici la fin de 2003.

L'incidence de la croissance de la masse monétaire sur l'inflation

La croissance de la monnaie au sens étroit est demeurée vive, mais on a pu observer des signes de ralentissement.

Le rythme d'expansion des trois agrégats monétaires au sens étroit, M1, M1+ et M1++, s'est accéléré depuis la livraison du *Rapport* de novembre (Graphique 18), quoiqu'il ait légèrement fléchi en février. La progression a été assez généralisée, touchant les ménages, les entreprises et les différents types de compte. La croissance robuste de la masse monétaire observée depuis novembre tient en grande partie à l'assouplissement des conditions monétaires. Les faibles taux de rendement d'autres types d'actifs, tels que les dépôts à terme et les certificats de placement garanti, ont réduit les coûts associés à la détention d'encaisses liquides et ont, par conséquent, contribué à la vive expansion des agrégats monétaires au sens étroit. Un autre facteur à l'origine du fort taux d'accroissement sur douze mois de ces agrégats a été le volume élevé des encaisses de précaution accumulées l'automne dernier en réaction à l'incertitude qui planait alors sur les revenus futurs et le rendement des valeurs boursières. Cette incertitude s'estompant, on voit apparaître les signes d'une réduction de ces encaisses par les entreprises, et, à un degré moindre, par les ménages. Dans la mesure où elles serviront à l'avenir non pas à l'achat de biens et de services, mais plutôt à l'acquisition d'actifs financiers, les encaisses de précaution ne laissent pas entrevoir une recrudescence des pressions inflationnistes dans l'immédiat.

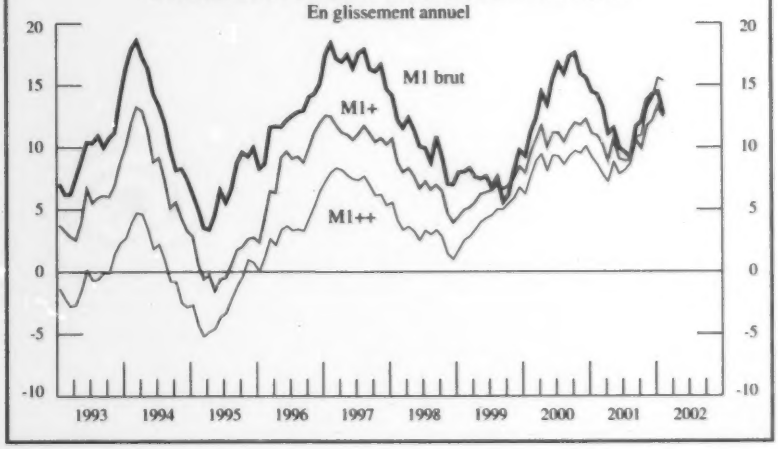
Les prévisions d'inflation fondées sur l'expansion monétaire sont plus incertaines qu'en temps normal...

Le fait qu'il soit difficile d'isoler l'incidence respective que les bas taux d'intérêt et l'engouement accru pour les liquidités ont eue sur la croissance des agrégats monétaires au sens étroit a rendu particulièrement incertaines les projections relatives à la production et à l'inflation faites à partir de l'évolution de ces agrégats. La progression des encaisses liquides devrait se ralentir

Graphique 18

Croissance de la masse monétaire au sens étroit

En glissement annuel



encore, à mesure que l'incertitude se dissipera et que les rendements des autres actifs se redresseront. Il y a un risque que les pressions inflationnistes s'intensifient si davantage d'encaisses liquides que prévu devaient être consacrées à l'achat de biens et de services, au lieu d'être réinvesties dans des instruments d'épargne.

... mais la progression des agrégats au sens large cadre avec le maintien de l'inflation aux alentours de 2 %.

Le rythme de croissance de M2++ a été beaucoup plus lent et plus stable que celui des agrégats monétaires au sens étroit depuis la parution du dernier *Rapport* (Graphique 19). Cette évolution cadre avec les déplacements de fonds mentionnés plus tôt, car la robuste croissance observée dans les composantes de M2++ tenues à des fins de transaction a été contrebalancée par la diminution des instruments d'épargne, tels que les dépôts à terme et les Obligations d'épargne du Canada. La monnaie au sens large affiche actuellement un rythme d'expansion compatible en gros avec un taux d'inflation de 2 %.

Graphique 19

Taux d'inflation mesuré par l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel

Les prévisions relatives à l'inflation

Compte tenu de la présence de capacités de production excédentaires, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se situer en moyenne juste en deçà de 2 % au second semestre de 2002 et au premier semestre de 2003.

Comme on s'attend à ce que l'économie demeure en situation d'offre légèrement excédentaire tout au long de 2002, certaines pressions à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient persister durant le reste de l'année. Toutefois, plusieurs facteurs sont de nature à modérer ces pressions. Premièrement, le taux d'inflation attendu à long terme se situe encore très près de 2 %. Deuxièmement, les augmentations observées et anticipées des coûts unitaires de main d'œuvre sont aussi de l'ordre de 2 %. Troisièmement, la hausse des coûts des produits importés associée à la dépréciation passée du dollar canadien pourrait encore exercer, pendant un moment, certaines pressions à la hausse sur l'inflation.

Les capacités excédentaires au sein de l'économie étant moins importantes que ce que nous avions prévu dans le *Rapport* de novembre dernier, nous pensons maintenant que l'inflation mesurée par l'indice de référence se situera en moyenne juste en deçà de 2 % au second semestre de 2002 et au premier semestre de 2003, et remontera à 2 % vers la fin de 2003. Cette évolution cadre avec notre projection selon laquelle le niveau de production au sein de l'économie retournera à son potentiel au second semestre de 2003.

Si les cours du pétrole brut demeurent en moyenne entre 22 et 26 $ É.-U. le baril, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait rester inférieur à celui de l'indice de référence jusqu'au milieu de l'année. La Banque prévoit qu'il s'établira à 2 %, tout comme l'inflation mesurée par l'indice de référence, vers la fin de 2003.

Les taux d'accroissement de l'IPC global et de l'indice de référence devraient tous deux s'établir à 2 % vers la fin de 2003.

5. Conclusions

Au cours des derniers mois, il est devenu de plus en plus manifeste que l'Amérique du Nord est en train de renouer avec une croissance économique robuste. En ce qui concerne le Canada, les perspectives énoncées dans le présent rapport laissent entrevoir que la production retournera à son niveau potentiel au second semestre de 2003 et que l'inflation s'établira, d'ici la fin de l'année prochaine, au taux de 2 % que vise la Banque.

Mais des risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur ces prévisions. Ainsi, la forte détente monétaire et budgétaire opérée pourrait pousser la croissance de l'activité au-delà de ce que nous projetons. Par contre, la progression de la dépense des ménages pourrait ne pas être aussi vigoureuse que prévu, si le dynamisme récent observé à cet égard s'avère tenir encore plus qu'on ne le suppose à des dépenses anticipées. Il subsiste encore de l'incertitude quant au moment et à l'ampleur de la relance des investissements des entreprises et des exportations, en raison principalement de la fragilité de la confiance des entreprises à l'échelle mondiale. De plus, l'évolution de la conjoncture politique au Proche-Orient risque de continuer de se répercuter sur les cours du pétrole brut, ce qui pourrait avoir des conséquences sur l'économie mondiale.

Étant donné ces facteurs, les autorités monétaires devront évaluer la vigueur affichée par l'économie à mesure qu'elle s'approchera des limites de sa capacité de production, de même que les conséquences sur l'inflation future. Il faudra, en temps opportun et avec mesure, réduire le degré de détente monétaire en place afin de maintenir l'inflation aux alentours du taux visé de 2 % et de contribuer ainsi à soutenir la croissance de l'activité et la pleine utilisation des capacités à moyen terme.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication nº 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Conference Board du Canada (2002). *Indice de confiance des entreprises* (printemps).

_____ (2002). *Indice des attitudes des consommateurs* (printemps).

Consensus Economics Inc. (2002). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Stuber, G. (2001). « Implications of Uncertainty about Long-Run Inflation and the Price Level », document de travail nº 2001-16, Banque du Canada.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique :
publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca